

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

**MÉMOIRE PRÉSENTÉ À L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC
À TROIS-RIVIERES**

**COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAITRISE EN
GESTION DES PME ET DE LEUR ENVIRONNEMENT**

PAR Serigne NIANG

**LA SPÉCIFICITÉ DU COMPORTEMENT FINANCIER DES
PME : EFFET DE TAILLE ET APPORT DE L'APPEL PUBLIC
À L'ÉPARGNE**

HIVER 1996

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

L'auteur de ce mémoire ou de cette thèse a autorisé l'Université du Québec à Trois-Rivières à diffuser, à des fins non lucratives, une copie de son mémoire ou de sa thèse.

Cette diffusion n'entraîne pas une renonciation de la part de l'auteur à ses droits de propriété intellectuelle, incluant le droit d'auteur, sur ce mémoire ou cette thèse. Notamment, la reproduction ou la publication de la totalité ou d'une partie importante de ce mémoire ou de cette thèse requiert son autorisation.

À ma famille

RÉSUMÉ

Le mal chronique dont souffrent les petites et moyennes entreprises (PME) quant à leur taux relativement élevé de faillite, est souvent associé, (toutes choses égales par ailleurs), à la difficulté qu'elles rencontrent à se pourvoir d'un financement adéquat.

Certains auteurs affirment que la structure financière des PME se caractérise par une prédominance des dettes à court terme sur les capitaux permanents. Ce phénomène se présenterait encore avec plus d'acuité pour les PME en croissance qui ont généralement utilisé toutes les sources de financement à court terme, mais qui n'ont pas encore atteint la taille leur permettant d'acquérir du financement à plus long terme, et plus particulièrement, d'accéder au financement public.

Pour d'autres auteurs, la survivance de cette notion de "sous-capitalisation" relèverait plus des préjugés que de la réalité. Il ne semblerait pas prouvé, du moins au Québec, que les entreprises de petite taille sont effectivement plus endettées que les grandes.

L'examen des différentes sources de financement révèle que l'économie satisfait pleinement aux besoins de financement tant des PME que des grandes entreprises. Ainsi, même à supposer que certaines PME souffent d'une "sous-capitalisation", l'explication serait à rechercher ailleurs qu'au niveau de l'offre de financement.

L'objectif de notre étude est de rendre compte des caractéristiques financières des PME en croissance qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne, et plus particulièrement, de vérifier l'effet de la taille sur celles-ci.

L'échantillon utilisé est composé de 133 entreprises québécoises qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne dans le cadre du programme RÉA entre les années 1982-1988.

L'analyse descriptive des données, ainsi que les divers tests statistiques, révèlent que l'effet de taille, qui veut que la grande entreprise soit plus capitalisée, plus liquide et plus rentable que la petite entreprise, relève plus du mythe que de la réalité.

À la veille de l'appel public à l'épargne, les petites entreprises de notre échantillon constituent le groupe qui a le moins recours à l'endettement et qui affiche les taux de liquidité et de rentabilité les plus élevés. L'effet de secteur n'intervient qu'au niveau de la liquidité générale des entreprises à travers son influence sur les stocks.

Les éléments significatifs pouvant expliquer la bonne performance relative des petites entreprises tiennent à notre sens à leur spécificité organisationnelle et au stress de l'appel public à l'épargne, qui les poussent à se présenter sous leur meilleur jour face aux investisseurs, tandis que les plus grandes n'ont pas besoin de fournir cet effort compte tenu de leur notoriété déjà établie.

L'appel public à l'épargne n'a pas permis aux petites entreprises d'améliorer leur situation par rapport aux plus grandes ni de conserver leur avantage. Bien au contraire, au cours des années suivant cet événement, ces entreprises ont connu une augmentation de leur endettement à court terme, une diminution du financement par fonds propres et une détérioration de la liquidité et de la rentabilité par rapport aux grandes.

Ces derniers résultats laissent présager qu'il existerait une taille optimale en-deçà de laquelle, l'appel public à l'épargne ne serait pas une source de financement appropriée.

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma sincère et profonde reconnaissance à la professeure Josée St-Pierre. L'aboutissement de ce travail est en grande partie attribuable à son soutien, sa disponibilité et à sa rigueur scientifique.

Je remercie également les professeurs Robert Beaudoin et Hua Yu pour leurs nombreux conseils et l'intérêt qu'ils ont manifesté à mon travail.

Mes remerciements vont également à toutes les personnes qui m'ont offert leur assistance gratuite et combien précieuse.

Enfin, j'aimerais exprimer toute ma gratitude à l'égard du corps professoral et du personnel du département des sciences de la gestion et de l'économie de l'UQTR, et tout particulièrement, au professeur André Belley.

TABLE DES MATIÈRES

	PAGE
Résumé.....	i
Remerciements.....	iii
Table des matières.....	iv
Liste des tableaux.....	vii
Liste des graphiques.....	ix
Liste des figures et annexes.....	x
 CHAPITRE 1: INTRODUCTION.....	 1
 CHAPITRE 2: REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	 5
2.1 L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES PME.....	5
2.1.1 Le financement par emprunt.....	6
2.1.2 L'offre de financement par capitaux propres.....	8
2.1.2.1 Le marché du capital de risque.....	9
2.1.2.2 Le marché du capital informel.....	12
2.1.2.3 Le marché boursier.....	14
2.2: LE CHOIX DE LA STRUCTURE DE CAPITAL EN CONTEXTE	
DE PME: QUELQUES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES.....	18
2.2.1 La contribution de la théorie financière moderne.....	18
2.2.1.1 L'effet fiscal.....	19
2.2.1.2 Les coûts de faillite.....	19

2.2.1.2 Les coûts d'agence.....	19
2.2.2 La spécificité des PME.....	23
2.2.2.1 La théorie du choix managérial.....	23
2.2.2.2 L'approche en termes de cycle de vie de l'entreprise.....	26
2.2.2.3 La théorie de l'ordre hiérarchique (pecking order theory).....	27
2.3 REVUE DES ÉTUDES EMPIRIQUES.....	32
2.3.1 L'effet de taille.....	33
2.3.1.1 La structure du capital.....	33
2.3.1.2 La liquidité.....	36
2.3.1.3 La rentabilité.....	37
2.3.2 Les PME en croissance et l'apport de l'APE.....	38
CHAPITRE 3: MÉTHODOLOGIE.....	42
3.1 DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON.....	42
3.1.1 Classification sectorielle des entreprises.....	43
3.1.2 Classification des entreprises selon le nombre d'employés.....	44
3.2 MESURE DES VARIABLES ET MÉTHODE D'ANALYSE.....	45
CHAPITRE 4: ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS.....	47
4.1 L'EFFET DE TAILLE.....	47
4.1.1 La structure de financement.....	47
4.1.1.1 Statistiques descriptives.....	48
4.1.1.2 Tests de significativité.....	54

4.1.1.3 L'effet de secteur.....	57
4.1.2 La liquidité.....	63
4.1.2.1 Statistiques descriptives.....	64
4.1.2.2 Tests de significativité.....	66
4.1.2.3 L'effet de secteur.....	67
4.1.3 La rentabilité.....	69
4.1.3.1 Statistiques descriptives.....	69
4.1.3.2 Tests de significativité.....	73
4.1.3.3 L'effet de secteur.....	74
4.2 L'ÉVOLUTION DES CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES DES ENTREPRISES SUITE À L'APE.....	77
4.2.1 La structure de financement.....	79
4.2.2 La liquidité.....	85
4.2.3 La rentabilité.....	89
CHAPITRE 5: CONCLUSION.....	95
BIBLIOGRAPHIE.....	98
ANNEXES.....	104

LISTE DES TABLEAUX

TABLEAU	PAGE
1. Répartition des entreprises selon le nombre d'employés.....	44
2. Mesure des variables.....	46
3. Taux d'endettement total des entreprises deux ans avant l'appel public à l'épargne.....	49
4. Taux d'endettement total des entreprises un an avant l'appel public à l'épargne.....	51
5. Analyse de variance sur la structure de financement.....	55
6. Taux d'endettement des entreprises par secteur d'activités.....	58
7. Tests de différence sur la structure de financement des entreprises selon le secteur d'activités (un an avant l'appel public à l'épargne).....	60
8. Taux d'endettement des entreprises par secteur d'activités (répartition des secteurs selon l'intensité capitalistique).....	61
9. Analyse de variance sur la liquidité.....	66
10. Tests de différence sur la liquidité des entreprises selon le secteur d'activités (un an avant l'appel public à l'épargne).....	67
11. Ratios de liquidité des entreprises par secteur d'activités (répartition des secteurs selon l'intensité capitalistique).....	68
12. Quelques indicateurs commerciaux des entreprises avant l'APE.....	70
13. Analyse de variance sur la rentabilité.....	73
14. Tests de différence sur la rentabilité des entreprises selon le secteur d'activités (un an avant l'appel public à l'épargne).....	74
15. Taux de croissance de l'actif après l'APE (valeurs médianes).....	77

16. Évolution du taux d'endettement global des entreprises.....	79
17. Tests de différence sur la structure de financement des entreprises dans les années suivant l'APE.....	83
18. Tests de différence sur la liquidité des entreprises dans les années suivant l'APE.....	87
19. Tests de différence sur la rentabilité des entreprises dans les années suivant l'APE.....	93

LISTE DES GRAPHIQUES

GRAPHIQUE	PAGE
1. Structure d'endettement des entreprises (deux ans avant l'APE).....	50
2. Structure d'endettement des entreprises (un an avant l'APE).....	52
3. Bénéfices non répartis en pourcentage de l'actif total.....	53
4. Structure de financement selon le secteur d'activités (un an avant l'APE).....	59
5. Structure d'endettement par secteur d'activités.....	62
6. Ratios de liquidités traditionnels (un an avant l'APE).....	64
7. Rentabilité des entreprises (deux ans avant l'APE).....	72
8. Rentabilité des entreprises (un an avant l'APE).....	72
9. Rentabilité des entreprises par secteur d'activités.....	75
10. Évolution du taux d'endettement à long terme après l'APE.....	80
11. Évolution du taux d'endettement à court terme bancaire après l'APE.....	81
12. Évolution du taux de crédit-fournisseurs après l'APE.....	82
13. Évolution du taux de liquidité générale des entreprises après l'APE.....	86
14. Évolution du taux de liquidité immédiate des entreprises après l'APE.....	86
15. Évolution du taux d'actif à court terme des entreprises après l'APE.....	86
16. Évolution du taux de rotation de l'actif des entreprises après l'APE.....	90
17. Évolution du coût des marchandises vendues en pourcentage des ventes après l'APE	90
18. Évolution du taux de rendement de l'actif des entreprises après l'APE.....	92
19. Évolution de la marge bénéficiaire nette des entreprises après l'APE.....	92
20. Évolution du taux de rentabilité des fonds propres des entreprises après l'APE.....	92

LISTE DES FIGURES ET ANNEXES

	PAGE
Figure 1: Le choix de la structure de financement dans les PME.....	29
Annexe A: Classification sectorielle des entreprises.....	104
Annexe B: Liste des entreprises et année du financement public.....	109

CHAPITRE 1

INTRODUCTION

Plusieurs études ont fait état du taux de faillite élevé des petites et moyennes entreprises (PME). On pourrait citer entre autres celle de Dodge et Robins (1992) qui révèle que 55% des entreprises ne fêteraient pas leur cinquième anniversaire et que 81% fermeraient leurs portes au bout de dix ans d'existence.

Une étude menée par le crédit d'équipement des PME en France¹ (1986), montre que la défaillance des PME a généralement pour cause le style de gestion du dirigeant (21.9%) et une mauvaise gestion financière (42.7%); les autres causes étant non inhérentes à l'entreprise. Il ressort de cette étude que la fonction financière joue un rôle important dans la détermination du succès ou de la faillite des PME.

Cette primauté réside en réalité dans le fait que les problèmes financiers se trouvent aussi bien en amont qu'en aval du processus de prise de décision. Ils constituent la contrainte de toute activité (du moins dans les économies de marché) et n'apparaissent que comme la résultante des autres problèmes opérationnels, organisationnels et stratégiques.

Ainsi, il va sans dire que se pourvoir d'un financement adéquat revêt une importance toute particulière pour les PME.

D'une manière générale, les études traitant ce sujet rapportent que la structure financière de ces entreprises se caractérise le plus souvent par une

¹CEPME, rapport au ministère de l'économie et des finances.

prédominance des dettes à court terme sur les capitaux permanents (Walker et Petty, 1978; Storey *et al.*, 1987²; Davidson et Dutia, 1991).

Ce problème se présente avec encore plus d'acuité pour les PME en croissance qui ont atteint un certain niveau de développement. À ce stade, elles ont généralement épuisé les sources traditionnelles de financement à court terme, mais n'ont pas encore atteint la taille leur permettant de s'endetter à long terme, et ultimement, d'accéder au financement public.

Ce phénomène, connu sous le terme de "finance gap", a également fait l'objet d'une description détaillée dans la littérature financière. Déjà en 1974, la chambre de commerce du Québec, en s'appuyant sur diverses études antérieures, dénonçait les carences du marché financier concernant le financement de l'expansion des entreprises québécoises et notamment des PME. Leur proposition de créer des sociétés de capital de risque destinées au financement des PME a été suivie par le gouvernement lorsqu'il a mis sur pied les sociétés de développement de l'entreprise québécoise (SODEQ) et le régime d'épargne-actions (RÉA).

Dix ans plus tard, la commission québécoise sur la capitalisation des entreprises concluait que l'endettement des PME, plus élevé que celui des grandes entreprises, avait augmenté entre 1977 et 1981, et recommandait la création des sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ). En dépit des efforts gouvernementaux envers les PME, il n'est pas rare de trouver dans la littérature, des observateurs qui soutiennent encore que ces entreprises

²D'après MacMahon *et al.* (1993).

souffrent d'un handicap au niveau du financement. Les arguments qu'ils avancent peuvent être résumés comme suit:

- La structure du marché des capitaux, qui est plus adaptée aux grandes entreprises qu'aux PME.
- Le coût élevé attaché au financement à long terme bancaire ainsi qu'à l'émission d'actions par rapport au financement à court terme bancaire et commercial.
- La réticence des bailleurs de fonds envers les PME.

Dans un article récent, Suret et Arnoux (1995, p.1) vont à l'encontre de ces arguments. Selon eux:

"La survivance de cette notion de sous-capitalisation est surprenante, car il ne semble pas exister de travaux démontrant que les entreprises de petite taille sont effectivement plus endettées que les grandes entreprises. La plupart des écrits se réfèrent à quelques tableaux tirés des travaux de Gagnon et Papillon (1984), élaborés à partir de données datant de 1977".

Ces points de vue contradictoires dominent le débat autour du niveau de capitalisation des PME et rendent légitime que l'on s'attarde sur cette problématique.

C'est ce que nous nous proposons de faire dans la présente étude en nous interrogeant sur les caractéristiques financières des PME en croissance qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne, et plus particulièrement, de vérifier l'influence de la taille sur celles-ci³.

³L'appel public à l'épargne constitue, dans le cadre de ce travail, à la fois un prétexte et un sujet d'étude. C'est un prétexte d'étude car les données dont nous disposons sur ces entreprises permettront de tester un certain nombre d'hypothèses avant l'intervention de l'apport de capitaux du public. C'est également un objet d'étude dans la mesure où nous étudierons l'évolution de la situation financière des entreprises suite à l'appel public à l'épargne.

Notre texte sera organisé de la façon suivante:

Le chapitre 2, qui présente la revue de la littérature, sera l'occasion de dégager les hypothèses qui feront l'objet de vérification empirique.

Une première section sera consacrée à l'environnement financier des PME et permettra de faire le point sur la réponse de l'économie aux besoins financiers de ces entreprises.

Elle sera suivie d'une seconde section qui traitera des développements théoriques concernant les choix de financement en contexte de PME.

Enfin, une troisième section s'intéressera à la réalité des faits à travers les études empiriques réalisées sur le sujet.

Au chapitre 3, nous présenterons notre méthodologie de recherche et les résultats de l'étude seront analysés et interprétés au chapitre 4.

CHAPITRE 2

REVUE DE LA LITTÉRATURE

2.1 L'ENVIRONNEMENT FINANCIER DES PME

Bâtir et diriger une petite entreprise est avant tout un acte individuel. Il s'agit pour l'entrepreneur d'être son propre patron et de n'avoir de comptes à rendre à quelconque supérieur.

Ce désir d'autonomie se manifeste souvent par une réticence, pour la plupart des entrepreneurs, à recourir au capital externe permanent, sous forme de prêts ou de capitaux propres. La situation est encore plus évidente pour l'entrepreneur qui dirige une entreprise qui n'est pas en croissance et qui ne poursuit pas des objectifs de maximisation des profits (cf. Marchesnay et Julien, 1988).

À ce titre, l'apport personnel en capital du dirigeant, ainsi que les bénéfices non répartis (les deux éléments composant l'autofinancement) constituent le meilleur garant de son indépendance financière. En sus de cet avantage, Saint-Pierre (1986) souligne que l'autofinancement est également une mesure du degré d'engagement de l'entrepreneur dans la réalisation de son projet. Ceci est d'autant plus important que les bailleurs de fonds externes se basent généralement sur cet élément pour consentir d'éventuels prêts ou apports en capital.

En plus de leurs propres économies, Bruno et Tybjee (1984) notent que la plupart des entrepreneurs démarrent leur entreprise à partir de capitaux donnés, prêtés ou investis en actions par les membres de la famille ou les amis proches. Ce "capital amical" (love money), généralement de faible montant, joue un rôle important dans le financement des PME.

Au total, durant les premières phases d'existence de l'entreprise, l'autofinancement constitue certainement la source de financement privilégiée des propriétaires-dirigeants de PME dans la mesure où la plupart d'entre eux manifestent un désir d'indépendance à l'égard des bailleurs de fonds. Cependant, on pourrait facilement imaginer que rares seront ceux capables de puiser dans leur "bas de laine" et dans celui de leurs proches, les sommes nécessaires au financement de la croissance de leur entreprise. De ce fait, ils seront généralement amenés à rechercher des fonds externes sous forme de capitaux empruntés ou de capital-actions.

2.1.1 Le financement par emprunt

Les principales sources d'emprunt pour les PME sont les banques, les compagnies de crédit-bail, les compagnie d'affacturage et les fournisseurs à travers le crédit commercial.

Mis à part le crédit commercial qui revêt une importance toute particulière dans les PME, les banques à charte sont la source de financement par emprunt la plus utilisée par les entrepreneurs surtout en ce qui concerne le crédit à court terme.

D'après le rapport du comité permanent de l'industrie (1994), les banques à charte canadiennes avaient pour trente milliards de prêts en cours dans les petites et moyennes entreprises en 1993, ce qui représente plus de 90% des prêts consentis à ces sociétés.

Il s'agit là de prêts aussi bien à court qu'à long terme parmi lesquels on retrouve :

- Les prêts aux petites entreprises (PPE). Ces prêts sont octroyés par les banques et garantis par le gouvernement fédéral jusqu'à hauteur de 100% du montant. Toutes les entreprises commerciales dont le revenu brut n'excède pas deux millions de dollars sont admissibles. Le montant maximum du prêt est de 100 000 dollars, et est remboursable sur une période n'excédant pas dix ans. En 1993-1994, les banques auraient consenti pour près de deux milliards de dollars de prêts de cette catégorie (cf. comité permanent de l'industrie, 1994).
- Les prêts commerciaux qui sont des prêts à terme correspondant à 60 à 75% du coût des matériels et équipements.
- L'hypothèque immobilière qui est un prêt à long terme finançant jusqu'à 75% du coût ou de la valeur estimative des immeubles.
- La marge de crédit d'opération qui est un prêt à court terme et qui se négocie périodiquement entre l'entrepreneur et son banquier.

Le métier bancaire est basé sur l'octroi de "crédits", mot d'origine latine qui veut dire "cédéré" ou avoir confiance en quelqu'un. Il s'avère cependant que la confiance ne semble pas toujours régner si l'on considère le comportement des banques envers les PME. C'est du moins ce qui ressort d'une étude sur le financement des PME que la Fédération Canadienne de l'entreprise indépendante a rendue publique en juillet 1994.

Selon cette étude, 39% des 1298 propriétaires-dirigeants interrogés dans l'ensemble du Québec, ont dénoncé les exigences de garanties de la part des banques, qu'ils jugeaient trop excessives.

Cette attitude restrictive des banques nous semble cependant normale dans la mesure où l'octroi de crédit est associé à l'appréciation du risque attaché à chacune des opérations (techniques de diagnostic) et à la couverture financière de ces dernières (prise de garanties). Ainsi, que l'entreprise soit de petite ou de grande taille, elle doit démontrer la viabilité de son projet pour obtenir du financement. Ceci peut cependant s'avérer plus difficile pour les firmes de petite taille dans la mesure où elles ont peu de personnel qualifié pour procéder à un tel exercice.

2.1.2 L'offre de financement par capitaux propres

Les fonds propres sont nécessaires à l'équilibre financier des entreprises et plus particulièrement à celui des PME.

De Lattre (1986, p.18) dit à ce sujet :

“Les capitaux propres constituent la seule ressource qui permet de larguer les voiles en cas de mauvaise mer, alors que les ressources empruntées entraînent au fur et à mesure de leur accumulation, une détérioration grave de la situation des entreprises qui ne finissent par ne plus travailler que pour les banques”.

Les fonds propres jouent effectivement un rôle important dans le financement des entreprises et ce, tant au niveau purement financier que stratégique.

- Financièrement, ils permettent de développer la rentabilité de l'entreprise, élargissent les disponibilités globales de fonds et réduisent le risque financier.
- Stratégiquement, ils favorisent la stabilité de l'entreprise et donc, renforcent sa capacité concurrentielle.

Face aux besoins de capitaux propres des entreprises, l'économie (dans les sociétés occidentales du moins) offre différents marchés pour le capital-actions qui sont essentiellement :

- Le marché du capital de risque.
- Le marché du capital informel.
- Le marché boursier.

2.1.2.1 Le marché du capital de risque

Ce marché regroupe les sociétés ou les personnes morales qui font des investissements privés dans les entreprises sous forme de capital de risque. Ces investissements jouent un rôle important dans le financement des PME et surtout, celles présentant un fort potentiel de croissance (Brophy, 1986; Timmons et Bygrave, 1986).

D'après Hisrich et Peters (1991), on dénombre actuellement aux États-Unis, plus de 800 sociétés de capital de risque réparties entre les firmes privées (200 environ) les "small business investment corporation" (SBIC) qui sont des sociétés d'état et dont le nombre est estimé à 527 et enfin, certaines divisions de financement des grands groupes industriels et financiers tels que *Exxon*, *3M*, et

Rank-Xerox, qui s'intéressent aux PME davantage pour bénéficier des éventuelles innovations technologiques qui y sont réalisées que pour les gains financiers proprement dits.

Au Canada, l'ampleur relative des sociétés de capital de risque est moindre qu'aux États-Unis. Il existe une cinquantaine de membres regroupés au sein de l'*"Association of Canadian Venture Capitalists Companies"* (A.C.V.C.C.). D'après les chiffres de cette association, les sociétés de capital de risque canadiennes effectuent seulement 23% de leur investissement au démarrage des entreprises contre 34% pour le développement.

Jog *et al.* (1991) ont établi que plus de 45% des investissements de ces sociétés se faisaient dans le secteur de la haute technologie. Ce chiffre qui paraît à première vue important, est en réalité acceptable si on le compare à ce qui se fait aux États-Unis où, d'après Macmillan *et al.* (1988), la haute technologie récolterait 70% des sommes investies par les sociétés de capital de risque.

Si l'on considère l'ampleur des investissements, il apparaît que les investisseurs canadiens financent des projets plus petits que leurs homologues américains. En ce qui concerne les taux de rendement exigés sur l'investissement, il apparaît également que les investisseurs canadiens sont moins exigeants que leurs confrères américains. Ils envisagent en effet des taux de rendement de près de 36% pour les projets de démarrage (même taux que pour le financement de l'expansion) comparativement à 50% pour le financement du démarrage et 40% pour le financement des projets d'expansion aux États-unis.

Au Québec, on dénombre une vingtaine de sociétés de capital de risque qui financent les PME. La taille des placements varie entre 25 000 et 5 millions de dollars. Elles évitent les secteurs sensibles à la conjoncture économique tels que l'immobilier ou le secteur des ressources naturelles, mais elles interviennent de manière active dans la gestion des entreprises investies et participent au conseil d'administration (Chambre de Commerce du Canada, 1988).

En résumé, que ce soit aux États-Unis ou au Canada, les PME ont à leur disposition plusieurs possibilités de financement à travers les sociétés de capital de risque.

Seulement, les entrepreneurs ne pourront disposer des fonds de ces institutions que s'ils peuvent en satisfaire les critères souvent très exigeants. Les investisseurs ne réclamant pas de garanties tangibles, vont se baser sur des critères qualitatifs sévères pour l'octroi de fonds.

L'étude la plus complète sur le sujet est certainement celle réalisée par Macmillan et *al.* (1985) auprès de 102 sociétés de capital de risque de la région New-yorkaise. Il en ressort que les critères ayant trait à la personnalité et à l'expérience de l'entrepreneur sont cités comme étant plus importants que les critères financiers qui, à leur tour, se révèlent être aussi importants que les critères ayant trait au produit et à la croissance du marché.

Knight (1986) qui s'est basé sur l'étude de Macmillan et *al.* (1985) conclue que les critères retenus par les sociétés de capital de risque canadiennes n'étaient pas fondamentalement différents de ceux retenus par leurs consœurs américaines.

Au total, les sociétés de capital de risque ont des exigences que la plupart des PME peuvent difficilement rencontrer. Cependant, elles regorgent de fonds qui ne demandent qu'à être investis. C'est ainsi qu'au Canada par exemple, le montant des capitaux générés par l'industrie de capital de risque a été multiplié par près de dix entre 1980 et 1990 passant de 350 millions de dollars à 3.3 milliards de dollars. De plus, d'après le rapport du comité permanent de l'industrie (1994, p.51):

"La masse de capitaux des sources officielles est actuellement portée à une valeur estimative de 3.9 milliards de dollars, dont à peu près la moitié est toujours disponible à des fins de placement".

2.1.2.2 Le marché du capital informel

On dispose actuellement de peu d'informations sur le marché du capital informel contrairement à celui du capital de risque. Ceci s'explique essentiellement par le fait qu'il se compose d'un groupe pratiquement invisible d'investisseurs individuels recherchant des opportunités extrêmement diverses d'investissement dans les fonds propres de petites entreprises.

Bien que mal compris, ces "anges" des entreprises suscitent un intérêt grandissant aussi bien au niveau de la recherche académique qu'au niveau des entrepreneurs. Ces derniers préféreraient le financement des investisseurs privés car, d'après Freear *et al.* (1991), celui-ci est moins cher que le financement des sociétés de capital de risque. De plus, les sommes investies correspondent plus aux attentes des PME et il peut se créer une relation de confiance durable entre l'entrepreneur et l'investisseur.

Hisrich et Peters (1991) notent que l'investissement institutionnel en capital de risque aux États-Unis s'élevait à 25 milliards de dollars en 1990, contre 50 milliards pour le capital informel. D'après Riding *et al.* (1993), les sommes investies par les "anges" canadiens peuvent être estimées à 1 milliard de dollars. Cependant, comme nous l'avons dit précédemment, toutes les tentatives de recherche dans ce domaine se heurtent à l'extrême difficulté à identifier les investisseurs informels.

Riding et Short (1987) ont réalisé une étude auprès de 25 investisseurs informels de la région d'Ottawa-Carleton. Il en ressort que ces investisseurs sont généralement des professionnels en management ou des ingénieurs à la retraite qui veulent garder un lien avec le monde des affaires et de la technologie. Ils investissent généralement dans leur région de résidence, offrent des sommes qui correspondent plus aux attentes des PME et sont moins sévères que les investisseurs institutionnels quant aux critères d'investissement.

Seulement, si le financement informel est à tous les niveaux avantageux pour les PME, le problème majeur réside dans la difficulté à localiser les investisseurs potentiels; les occasions d'investissement se faisant le plus souvent au hasard.

2.1.2.3 Le marché boursier⁴

Le marché boursier n'est certainement pas l'apanage des PME et ceci, principalement en raison du fait que les coûts d'émission sont élevés pour ces entreprises mais, également parce que pour bon nombre de dirigeants, ce marché constitue un monde totalement inconnu. De plus, certains d'entre eux voudraient bien tenter l'aventure boursière mais seront réticents à l'idée de perdre ne serait ce qu'une partie du contrôle de leur entreprise.

C'est dans ce contexte que le gouvernement québécois, avec la mise en place du régime d'épargne actions (RÉA), a entrepris une expérience sans précédent dans l'histoire du financement public. Ce programme a permis à près de 200 PME québécoises d'être inscrites à la bourse de Montréal et d'émettre pour 1.1 milliard de dollars de titres entre 1979 et 1988 (Suret, 1989).

Il ressort de la présentation de l'environnement financier des PME, que ces dernières bénéficient plutôt d'une importante offre de financement. Sauf projet inconsistent, tout dirigeant devrait pouvoir trouver matière à financer ses activités à travers les établissements bancaires, les sociétés de capital de risque et les investisseurs informels.

En sus, pour ce qui est du Québec, l'action gouvernementale a permis la mise sur pied d'une structure de marché appropriée accompagnée d'un système fiscal qui compte parmi les plus généreux du monde occidental. Cette action est

⁴Avant d'accéder à ce marché, certaines PME peuvent s'associer à un ou quelques partenaires qui effectueront un placement privé dans leur capital-actions. Le placement privé est en quelque sorte un début d'ouverture de capital à un ou des investisseurs externes.

centrée principalement autour des programmes RÉA et SPEQ ou sociétés de placement dans l'entreprise québécoise, qui ont été créées spécialement pour aider les PME trop petites pour utiliser le RÉA.

Une SPEQ est constituée d'un groupe d'individus qui s'associent dans le but d'investir ensemble dans une ou plusieurs PME une somme maximale de 2.5 millions de dollars par entreprise. Pour un individu, les avantages fiscaux reliés aux SPEQ varient en fonction de la région administrative, de la catégorie de SPEQ et du type de projet relié au financement.

Par rapport aux SPEQ, les RÉA en plus de présenter des aspects fiscaux similaires, offrent plus d'avantages notamment en termes de visibilité et de reconnaissance. Pour Desroches et Jog (1991), le fait de devenir publiques a permis aux PME bénéficiaires du RÉA de faciliter leur gestion interne, leur accessibilité aux marchés financiers et d'améliorer la perception du public vis à vis de l'entreprise.

En plus de ces actions indirectes basées sur la fiscalité, il est possible de retracer au Québec une multitude de programmes gouvernementaux qui subventionnent la création et le développement des entreprises si bien que pour certains observateurs, la priorité n'est plus d'offrir de nouveaux programmes, mais plutôt de réorganiser ceux déjà existants afin que l'on puisse mieux s'y retrouver !

Au total, l'examen de l'environnement financier des PME nous invite à partager la position de Suret et Arnoux (1995), selon laquelle l'économie semble satisfaire pleinement les besoins de financement de ces entreprises. Ainsi, même à supposer que certaines PME souffrent d'une "sous-capitalisation", l'explication d'une telle situation, outre le stade de développement dans lequel se trouve l'entreprise considérée, pourrait être donnée par la plus ou moins grande volonté du propriétaire-dirigeant à faire appel au financement externe dans le but de mieux équilibrer la structure de financement de son entreprise. Dans ce contexte, il convient de comprendre que se lancer en affaires, pour plusieurs entrepreneurs, est d'abord une action personnelle ou socio-culturelle avant d'être une activité économique. Le désir d'autonomie et le besoin de contrôle caractérisent bon nombre d'entrepreneurs bien davantage que la recherche de la "performance financière", qui apparaît alors comme une conséquence et non une motivation première.

Dans les cas où le propriétaire-dirigeant ne manifeste pas ce désir d'autonomie, l'entreprise peut être "sous-capitalisée" tout simplement parce qu'elle n'est pas suffisamment rentable pour attirer de nouveaux investisseurs ou prêteurs.

Enfin, ce problème peut également survenir dans les PME pour lesquelles le dirigeant a une mauvaise connaissance des pratiques et règlements des bailleurs de fonds. Ce phénomène connu dans la littérature sous le terme de "*knowledge gap*" est à notre sens un des principaux éléments qui expliquent pourquoi l'ensemble des fonds disponibles ne se retrouvent pas dans les PME.⁵

⁵Le problème posé par ce point est essentiellement celui de la formation et de l'information des dirigeants en matière de financement.

Quoiqu'il en soit, le tour d'horizon de l'environnement financier des PME nous a permis de voir que si certaines d'entre elles rencontrent des difficultés à se financer adéquatement, l'explication serait plutôt à rechercher du côté de la demande que de l'offre de financement.

Reste maintenant à définir les modalités du choix de la structure financière dans ces entreprises. C'est ce que nous proposons de faire dans la section suivante.

2.2 LE CHOIX DE LA STRUCTURE DE CAPITAL EN CONTEXTE DE PME: QUELQUES DÉVELOPPEMENTS THÉORIQUES

Se financer "adéquatement" consiste, pour un propriétaire-dirigeant, à choisir parmi l'ensemble des sources de financement existantes, la structure financière qui permettra à l'entreprise d'atteindre ses objectifs. Ce principe qui paraît simple à prime abord, cache en réalité une grande complexité lorsque l'on s'interroge sur les facteurs déterminants de la structure financière des entreprises.

Nous verrons, dans un premier point, la contribution de la théorie financière moderne. Un second point sera consacré à la spécificité des PME.

2.2.1 La contribution de la théorie financière moderne

Les déterminants de la structure financière des entreprises constituent certainement le domaine de la recherche en finance qui a suscité le plus d'intérêt de la part des chercheurs.

Les développements théoriques concernant cette problématique ont essentiellement trait à l'effet fiscal, aux coûts de faillite, aux coûts d'agence et à la théorie de l'information asymétrique.

2.2.1.1 L'effet fiscal

Il interviendrait dans le choix de la structure financière en faveur du recours à l'endettement plutôt qu'à un financement par fonds propres, dans la mesure où les intérêts sur la dette sont déductibles du revenu imposable. Dans ce contexte, plus la firme est rentable, plus sa charge fiscale est lourde et plus elle devrait recourir à l'endettement afin de réduire son fardeau fiscal. Elle bénéficie donc d'un financement moins coûteux que le financement par capitaux propres, ce qui réduit son coût moyen pondéré du capital.

2.2.1.2 Les coûts de faillite

Ils réfèrent aux coûts que doit supporter l'entreprise qui rencontre des difficultés à honorer ses obligations de paiement envers ses créanciers. Ils sont essentiellement constitués par les frais administratifs liés à la faillite (frais de procédure, honoraires d'avocats, de notaires etc). Ces coûts sont attribuables uniquement au financement par dettes et viennent contrebalancer l'effet fiscal décrit ci-dessus.

2.2.1.3 Les coûts d'agence

Selon Copeland et Weston (1979), les firmes américaines présentaient des dettes dans leur structure de financement avant l'introduction du système de taxation suggérant ainsi, qu'outre l'arbitrage entre l'effet fiscal et les coûts de faillite, il existe d'autres facteurs qui expliquent la structure financière adoptée par les

entreprises. Le facteur explicatif le plus avancé par la littérature financière est certainement la nature des relations entre le propriétaire-dirigeant et les investisseurs externes, connue sous le terme de relation d'agence.

Jensen et Meckling (1976, p.308) en donnent la définition suivante :

"The agency relationship is a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent".

Le dirigeant qui décide d'ouvrir son capital pourra être amené à poursuivre des objectifs (pouvoir, prestige) qui seront en conflit avec les objectifs de rentabilité poursuivis par les nouveaux actionnaires. Cette relation conflictuelle est à l'origine des coûts d'agence qui se répercuteront sur la valeur nette de l'entreprise⁶.

Selon Charreaux (1985), les PME présentent une préférence des capitaux empruntés sur les capitaux propres parce que les coûts d'agence liés au financement par capitaux propres (pertes résiduelles) sont supérieurs à ceux liés à l'endettement (coûts de sous-optimalité).

Si ces développements théoriques ont fait l'objet d'une description détaillée dans la littérature financière, il n'en demeure pas moins que le choix de la structure de financement est certainement le domaine en finance où l'écart entre la théorie et la pratique est le plus marqué.

⁶Il ne s'agit là que d'une sorte de relation d'agence qui est valable dans le cas d'une PME, où il existe un seul dirigeant et qui est généralement l'actionnaire principal. D'autres formes de relations d'agence peuvent exister sous d'autres structures de propriété et de direction.

En effet, parmi les différents éléments présentés ci-dessus, seul l'effet fiscal peut être mesuré directement, les autres étant le plus souvent remplacés par des substituts dans les tests de vérification empirique.

On pourrait citer en exemple l'étude de Landström (1993) qui a tenté de vérifier empiriquement l'applicabilité de la théorie d'agence aux PME. L'étude a porté sur un échantillon de 207 firmes suédoises dont 62 ont été financées par des investisseurs informels (anges) et 145 par des sociétés de capital de risque.

L'auteur emploie le terme "*participation active*" (active involvement) pour décrire la fréquence des contacts entre les investisseurs et l'entreprise investie, variable, qui selon l'auteur, est un facteur de minoration des coûts d'agence. Ainsi, toujours selon l'auteur, le degré d'implication des investisseurs dépendra des caractéristiques de l'entreprise investie, de l'environnement, de la part du capital détenue par l'entrepreneur et du niveau de connaissances des investisseurs quant au processus de transformation de l'entreprise. Cinq hypothèses ont ainsi été établies:

- 1 : plus le degré d'innovation de l'entreprise est élevé, plus le degré d'intervention des investisseurs sera élevé.
- 2 : plus l'entreprise est jeune, plus le degré d'intervention des investisseurs sera élevé.
- 3 : plus l'environnement est incertain plus le degré d'intervention des investisseurs sera élevé.
- 4 : moins le contrôle détenu sur l'entreprise par le propriétaire-dirigeant est important, plus le degré d'intervention des investisseurs sera élevé.
- 5 : plus les investisseurs ont connaissance du processus de transformation de l'entreprise, plus leur degré d'intervention sera élevé.

Seule cette dernière hypothèse sera vérifiée par les tests empiriques et Landström (1993) en conclut que la théorie de l'agence ne semble pas pouvoir donner une explication satisfaisante de la nature des relations entre les investisseurs et le propriétaire-dirigeant (ce qui constitue son principe de base) et, par conséquent, ne permet pas d'expliquer la structure financière adoptée par les PME.

Norton (1991a) a également entrepris un test statistique portant sur l'influence de l'effet fiscal, des coûts de faillite, de l'information asymétrique et des coûts de signalisation dans la détermination de la structure financière de 110 entreprises américaines en croissance.

L'auteur substitut la mesure directe des différents coûts mentionnés ci-dessus par une évaluation de la préférence des propriétaires-dirigeants en matière de politique de financement et ce, à l'aide d'échelles de Likert. Seul l'effet fiscal a été trouvé comme pouvant expliquer de manière significative la structure financière adoptée par les PME.

En réalité, les déterminants de la structure financière des entreprises, tels que présentés par la théorie financière moderne ne nous permettent pas de cerner de manière précise le comportement financier des entrepreneurs.

Dans un article paru dans le "Journal of Finance", Myers (1984, p.575) débute son papier comme suit : "I will start by asking how do firms choose their capital structures? again the answer is we don't know!".

Si cela est vrai pour les grandes entreprises on peut légitimement penser qu'il l'est encore plus pour les petites. Seulement pour ces dernières, la théorie des organisations, la stratégie, le management ou encore la psychologie sont autant de domaines qui nous permettent d'avoir une vision plus précise du comportement des entrepreneurs en matière de financement.

2.2.2 La spécificité des PME

Au delà de la théorie financière classique, certains développements tels que la théorie du choix managérial, la théorie du cycle de vie de l'entreprise ou encore la théorie de l'ordre hiérarchique (pecking order theory) permettent de jeter les bases d'une explication "pratique" du choix de la structure de financement des entreprises en général et des PME en particulier. Seulement, chacune de ces théories a été développée en utilisant des variables spécifiques nous privant ainsi d'un modèle intégrateur du comportement financier des PME.

Nous tenterons de combler cette lacune au terme de notre discussion.

2.2.2.1 La théorie du choix managérial

Norton (1991a, p.174) conclut son étude en ces termes :

"In the small business and entrepreneurial firms, managerial beliefs and desires will play an especially large role in determining capital structure as the results of this survey indicates. Capital structure models must include the role of management preferences, beliefs and expectations if we are better to understand capital structure policy".

Cette approche défendue par Barton et Matthews (1989) se base sur le paradigme stratégique développé par Andrews (1980).

Selon les auteurs, les caractéristiques du propriétaire-dirigeant, l'environnement externe (voir la 1ère section du chapitre 2 pour ce point) et les caractéristiques de l'entreprise sont autant de facteurs qui affecteront le choix de la structure financière.

a) Les caractéristiques du propriétaire-dirigeant

Dans la firme entrepreneuriale, la responsabilité de la décision en matière de financement revient avant tout au propriétaire-dirigeant. Ainsi l'on pourrait aisément prévoir que ses caractéristiques personnelles telles que sa formation scolaire, son expérience, son âge etc..., auront une influence dans ses choix de financement.

Selon Barton et Matthews (1989), plus que ces facteurs, ce sont la propension à la prise de risque du dirigeant et ses objectifs qui seront déterminants.

Les propriétaires-dirigeants qui manifestent une aversion envers le risque ainsi qu'un fort désir d'indépendance vont privilégier le financement interne. Les propriétaires-dirigeants qui ont une attitude pro-active sont ouverts au financement externe, voire au partage de la propriété de l'entreprise.

b) Les caractéristiques de l'entreprise

La taille de l'entreprise est certainement la variable qui a fait couler le plus d'encre dans la littérature sur les déterminants de la structure financière des PME. Nous reviendrons plus en détail sur ce point dans la seconde partie.

Le secteur d'activité de l'entreprise constitue également un élément important. Au delà même de la classification traditionnelle (secteur primaire-secondaire-tertiaire) dont l'influence sur la structure de financement est évidente, l'effet sectoriel se manifeste également à travers la concurrence et les pratiques régissant les activités de l'entreprise. C'est ainsi par exemple que les secteurs requérant une certaine flexibilité dans les investissements (activités saisonnières par exemple), la location-bail et le financement à court terme seraient privilégiés par rapport au financement à plus long terme.

La situation financière de l'entreprise. Il est reconnu dans la pratique des affaires que plus la proportion de fonds propres dans le financement de l'entreprise est élevée, plus ses chances d'obtenir du financement externe d'origine bancaire et commerciale seront grandes.

L'âge de l'entreprise peut également jouer un rôle dans la mesure où une entreprise bien établie bénéficie généralement de plus de crédibilité auprès des bailleurs de fonds qu'une jeune entreprise. Cet aspect de la politique de financement rejoint les développements de la théorie du cycle de vie de l'entreprise.

2.2.2.2 L'approche en termes de cycle de vie de l'entreprise

Selon Ang (1991, p.11) :

"A small business goes through several stages of change in its evolution into a large firm. Consequently, there may not be a single theory explaining the capital structure of small businesses. Indeed, a more plausible view is that there could be many versions of the capital structure theory appropriate for small businesses at each stage of development".

L'approche en termes de cycle de vie de l'entreprise pour appréhender le comportement des PME en matière de financement trouve son origine dans les modèles des stades de développement des entreprises.

Celui élaboré par Churchill et Lewis (1983) nous indique que l'entreprise passe par différents stades dans son développement et que chaque passage qui renferme ses propres facteurs de stress, correspond à un changement dans la structure de financement.

Cette approche nous semble bien adaptée à la réalité des PME. Ainsi, aux premiers stades de vie de l'entreprise (création et démarrage), la faible crédibilité dont elle jouit alliée à un fort désir d'indépendance de la part du dirigeant donneraient la faveur à un financement qui proviendrait essentiellement du "bas de laine" du fondateur et de ses proches.

Aux stades intermédiaires (survie et maintien), le financement externe est essentiellement d'origine bancaire et commerciale. Ceci serait une explication au fait que tant d'études font état du sur-endettement à court terme des PME dans la mesure où la plupart des entreprises sur lesquelles ont porté les recherches, se trouvaient à cette phase de leur développement.

Aux stades d'expansion et de croissance, le financement à long terme, voire un premier appel public à l'épargne s'avèreront nécessaires afin d'éviter une crise de liquidité.

Si l'approche en termes de cycle de vie de l'entreprise est intéressante et fort réaliste, elle présente à nos yeux un grand défaut: elle considère l'évolution financière de l'entreprise en se basant sur des critères quantitatifs (effectif, chiffre d'affaires...) et ignore le rôle central du propriétaire-dirigeant, qui pourtant, constitue l'élément central dans le processus de décision de financement.

Cette lacune est comblée par la théorie de l'ordre hiérarchique.

2.2.2.3 La théorie de l'ordre hiérarchique (pecking order theory)

Dans l'étude citée précédemment, Norton (1991b, p.287) arrive à ces constatations:

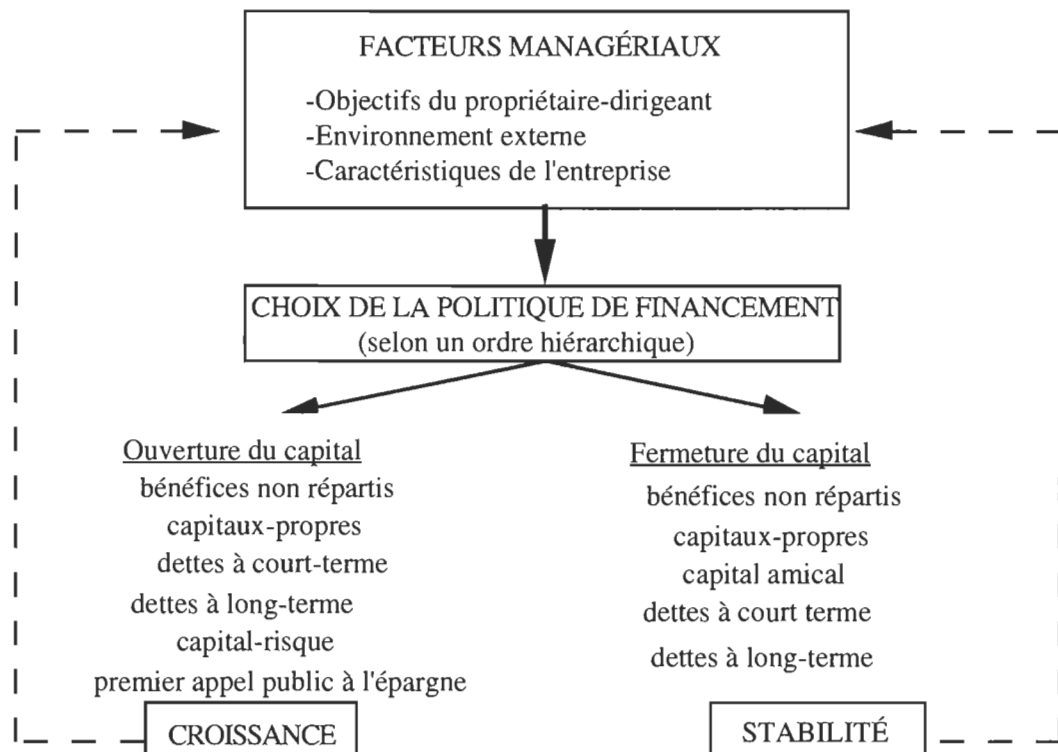
"Examination of the responses shows that, contrary to financial theory, factors dealing with bankruptcy costs, agency costs, and information asymmetries play little, if any, major role in affecting capital structure policy. Rather, the responding financial officers seem to follow a «pecking order» in financing their firm's needs".

Cette théorie, qui a été initialement développée par Myers, postule que les firmes préféreraient d'abord l'autofinancement. Si un financement externe s'avère nécessaire, elles recoureront d'abord au financement par emprunt, puis aux obligations convertibles et enfin, à l'émission d'actions.

Les trois théories présentées ci-dessus ne sont pas mutuellement exclusives mais plutôt complémentaires. Il est possible de les regrouper dans un modèle intégrateur afin de donner un schéma plus complet du comportement financier des firmes entrepreneuriales.

Figure 1

Le choix de la structure de financement dans les PME.



Ce modèle peut être interprété de la façon suivante:

Selon la théorie du choix managérial, les objectifs du propriétaire-dirigeant (croissance ou stabilité), l'environnement externe (environnement financier, politique gouvernementale) et les caractéristiques de l'entreprise (taille, secteur d'activité, situation financière, âge), vont orienter la politique de financement vers une direction d'ouverture ou de fermeture du capital.

Une fois ce choix fixé, le propriétaire-dirigeant va opérer un choix hiérarchique parmi les diverses sources de financement disponibles.

Si le dirigeant privilégie la croissance, il se basera d'abord sur les bénéfices non répartis en restreignant la distribution de dividendes. Si cette source s'avère insuffisante, un financement externe sera envisagé avec une préférence donnée à l'endettement par rapport aux fonds propres.

Si par contre, le dirigeant souhaite la stabilité de son entreprise, il comptera d'abord sur ses propres économies puis sur celles de ses proches. Le financement externe sera essentiellement d'origine bancaire et commerciale.

Le stade de développement de l'entreprise (stabilité ou croissance) dictera en partie ses caractéristiques et aura une influence sur les objectifs du propriétaire-dirigeant ainsi que sur la perception de l'environnement externe vis-à-vis de l'entreprise.

En définitive, la politique de financement des PME ne peut être appréhendée que de manière contingente.

Nous pouvons ainsi avancer comme postulat de base que les entreprises de notre échantillon qui ont opté pour le financement public, ont atteint un certain niveau de croissance. Il va sans dire également que les dirigeants qui sont à leur tête manifestent peu d'aversion à l'ouverture du capital.

La présente étude est consacrée à l'analyse de la spécificité du comportement financier des PME par rapport aux entreprises de plus grande taille. Celle-ci sera appréhendée à travers l'effet de taille et l'apport du financement public.

La prochaine section sera consacrée à la revue des études empiriques sur le sujet. Elle sera également l'occasion d'avancer nos hypothèses de recherche.

2.3 REVUE DES ETUDES EMPIRIQUES

La recherche en finance, dans un contexte de PME, se heurte à un paradoxe. Alors que les problèmes financiers sont reconnus comme étant leur principal "talon d'achille", la littérature financière, contrairement à d'autres domaines de la gestion, s'est principalement axée sur la grande entreprise ignorant, du moins jusqu'à récemment, la spécificité de la PME.

Bien que restreinte, il existe cependant une littérature qui permet de jeter les bases d'une meilleure connaissance des caractéristiques financières de ces entreprises. Elle est centrée autour de la notion "d'effet de taille" et l'hypothèse que nous tirons de l'analyse de ces études est: *qu'il existe une différence significative au niveau des caractéristiques financières entre les entreprises de différentes tailles.*

Cette hypothèse fera l'objet de propositions de recherche que nous développerons dans un premier paragraphe.

Dans un second paragraphe, nous traiterons de l'apport qu'a pu constituer l'appel public à l'épargne pour les PME en croissance, et nous posons comme hypothèse que: *l'appel public à l'épargne devrait permettre aux PME de réduire l'écart qui les sépare des entreprises de plus grande taille au niveau de leurs caractéristiques financières.*

2.3.1 L'effet de taille⁷

L'étude d'Oxford (1931)⁸ réalisée au Royaume-Uni est certainement la première à s'intéresser à la spécificité des caractéristiques financières des PME privées. L'objet de l'enquête était de recueillir et d'analyser les données financières de 335 PME privées afin de proposer un modèle général quant au comportement financier de ces entreprises. Ces données ont constitué la base du livre de Bates (1971)⁹ dans lequel il opère une comparaison avec des entreprises de plus grande taille.

Depuis cette date, on note un regain d'intérêt au niveau de la recherche académique où l'effet de taille est analysé principalement à travers trois variables: la structure du capital, la liquidité et la rentabilité.

2.3.1.1 La structure du capital

Il ressort généralement de la littérature sur ce sujet que la proportion du financement à long terme (dettes à long terme et capitaux propres) augmente avec la taille des entreprises. Un examen détaillé des résultats permet toutefois de nuancer les conclusions de ces études.

⁷Les hypothèses que nous développerons au cours de cette section concerneront la situation des entreprises avant l'appel public à l'épargne. Nous étudierons également l'effet du secteur d'activités.

⁸D'après MacMahon *et al.* (1993).

⁹idem 8.

Concernant l'autofinancement par exemple, les études de Bates (1971) et Bird et Juttner (1975)¹⁰ auprès de 1545 entreprises australiennes, montrent que les bénéfices non répartis sont relativement plus importants dans le bilan des petites entreprises que dans celui des grandes, tous secteurs confondus.

L'enquête réalisée par Holmes et Kent (1991) auprès de 391 entreprises australiennes précise que si les PME s'autofinancent dans une proportion plus élevée que les grandes, ce n'est pas parce qu'elles souffrent de discrimination au niveau de l'offre et du coût de financement, mais soit parce que les dirigeants ont volontairement choisi cette politique de financement soit parce qu'ils n'ont pas une bonne connaissance des autres possibilités de financement qui leur sont offertes.

Plusieurs auteurs dont Bates (1971), Walker et Petty (1978), Davidson et Dutia (1991) ont montré que les PME étaient plus endettées que les grandes entreprises.

Il convient toutefois de formuler certaines réserves sur ces résultats.

C'est ainsi que pour ce qui est de la composition de l'endettement, il apparaît que les PME font davantage usage du crédit à court terme bancaire et commercial alors que la proportion des dettes à long terme par rapport à l'endettement total est plus élevée dans les grandes entreprises (Ang, 1991; Norton, 1991a). Ceci serait un phénomène international si l'on en croit l'étude de Tamari (1980) couvrant les États-Unis, la France, le Royaume-Uni, Israël et le Japon.

¹⁰D'après MacMahon *et al.* (1993).

Gagnon et Papillon (1984), dans une étude quasi exhaustive réalisée pour le compte du Conseil Économique du Canada, rapportent que s'il existe une relation négative entre la taille de l'entreprise et le taux de financement à court terme pour l'ensemble de l'économie, cette relation n'est ni monotone ni linéaire. Ils soulignent en effet que pour les petites entreprises dont l'actif est inférieur à 5 millions de dollars, le rapport est inversé. Les auteurs précisent cependant que ce dernier résultat doit être nuancé si l'on sait que le coefficient d'endettement à court terme est sous-estimé dans ce type d'entreprises dans la mesure où, pour des raisons fiscales, le chef d'entreprise peut être amené à contracter un prêt personnel pour financer l'actif de son entreprise et dans bien des cas, cette dette ne figurera pas dans les documents comptables de la firme.

L'étude de Suret et Arnoux (1995) réalisée sur des données de Revenu Québec va dans le même sens. Elle révèle que les petites entreprises, dont l'actif est compris entre 100 000 dollars et 1 million de dollars, sont les moins endettées des entreprises québécoises suivies de près par les grandes. La catégorie des entreprises de 5 à 15 millions de dollars d'actif semblent être celles qui souffrent le plus d'un déficit de fonds propres. Les auteurs concluent ainsi que:

“ la relation entre la taille de l'entreprise et le taux de capitalisation aurait la forme d'un U très aplati, les entreprises moins capitalisées se situant dans les classes d'actif de 1 à 15 millions de dollars” (p.5).

Mises à part ces précisions apportées par Gagnon et Papillon (1984) et Suret et Arnoux (1995), les discussions présentées ci-dessus nous amènent à formuler la proposition suivante :

P1 : Le niveau d'endettement décroît avec la taille des entreprises¹¹.

2.3.1.2 La liquidité

L'influence de la taille sur la liquidité des entreprises fait l'unanimité chez les chercheurs. C'est ainsi que Gupta (1969), Bates (1971), Walker et Petty (1978), Wilson (1979) et Davidson et Dutia (1991) concluent tous que les taux de liquidité des PME sont en-deçà de ceux des grandes entreprises.

Wilson (1979)¹² et Davidson et Dutia (1991) précisent cependant que le bilan des PME présente une plus grande proportion d'encaisse et d'actif à court terme et que la raison de leur sous liquidité réside dans la forte proportion du passif à court terme. Ceci nous amène à formuler la proposition suivante :

P2 : La liquidité croît avec la taille des entreprises.

¹¹ Nous parlons du niveau d'endettement pour simplifier la formulation de l'hypothèse mais c'est plutôt de la structure financière dont il s'agit ici. Le test des hypothèses portera en réalité sur la variation de la dette à long et à court terme et de l'avoir des actionnaires par rapport à la taille des entreprises.

¹²D'après MacMahon *et al.* (1993).

2.3.1.3 La rentabilité

Dans la littérature concernant l'effet de taille, la rentabilité est certainement la variable la plus controversée. Pour Bates (1971), les grandes entreprises et en particulier, celles qui sont publiques présentent des taux de rentabilité supérieurs à ceux des plus petites. Il est rejoint dans ses conclusions par Wilson (1979) pour les entreprises anglaises, par Davidson¹³ (1967) pour les entreprises américaines et plus récemment par Davidson et Dutia (1991) dont l'étude porte sur 86 000 entreprises également américaines.

D'un autre côté, Walker et Petty (1978) ainsi que Tamari (1980) ont trouvé que les PME étaient plus rentables que les grandes entreprises.

Pour Elliot (1972) et Gupta (1969), il n'existe aucune différence concernant cette variable pour les deux groupes d'entreprises.

Cette controverse se comprend facilement si l'on sait que la rentabilité d'une entreprise dépend de bien d'autres facteurs (le produit, le marché, la qualité de l'équipe dirigeante etc...) que la taille, et que ceux-ci ont souvent été absents des études empiriques.

Pour les besoins de notre étude, on pourrait apporter une solution à cette controverse si l'on sait qu'il existe une relation négative entre le niveau de rentabilité et le niveau d'endettement des entreprises¹⁴ (Cooley et Edwards (1983); Constand *et al.* (1991); Suret (1993); St-Pierre et Beaudoin (1995)).

¹³D'après MacMahon *et al.* (1993).

¹⁴Les entreprises rentables peuvent renforcer la proportion du bénéfice non réparti et attirer d'éventuels investisseurs.

Dans la mesure où l'endettement décroît (supposément) avec la taille des entreprises et dans la mesure où l'endettement décroît avec la rentabilité, on pourrait s'attendre à ce que:

P3 : il existe une relation positive entre la rentabilité et la taille des entreprises.

2.3.2 Les PME en croissance et l'apport de l'appel public à l'épargne

Faire croître son entreprise est le rêve de bon nombre d'entrepreneurs. Ce rêve peut cependant virer au cauchemar si l'entrepreneur à ce stade n'a pas à l'esprit que pour éviter une crise de trésorerie, les emplois longs doivent être financés par des ressources à long terme et dans bien des cas, il devra renoncer à une partie du contrôle qu'il détient sur son entreprise et effectuer un premier appel public à l'épargne.

Les propos de monsieur Chapman, président et fondateur d'une compagnie de distribution de cassettes video en Colombie Britannique (MMC Video one Canada Ltd) illustre parfaitement cet état de faits:

"After two and a half years of explosive growth, annual sales moved to \$23 million by last march from \$3 million in 1982. MMC was in an enviable but anxious position. We were beyond our net worth and could no longer finance the company personally or through the bank. We faced four choices : we could sell the company outright, explore a joint-venture partnership, limit growth or go public. We chose to go public"(Rotteau (1984, p.119)).

En plus de permettre l'apport de capitaux nécessaires au financement de la croissance, l'appel public à l'épargne ouvre la voie à des opportunités de financement supplémentaires. Il permet également à l'entreprise de rehausser son image auprès des bailleurs de fonds, des fournisseurs, des clients et du public en général et de bénéficier de l'apport de nouvelles compétences en gestion (Desroches et Jog, 1991).

Les PME qui réalisent un premier appel public à l'épargne sont avant tout des PME en croissance. Ainsi, si l'on ne connaît pas aujourd'hui assez bien les caractéristiques financières des PME publiques, celles-ci peuvent être appréhendées à travers une meilleure connaissance des caractéristiques financières des PME en croissance.

L'étude de Bolton (1971)¹⁵ auprès de 2115 PME constitue un travail de pionnier dans ce domaine. Il définit les entreprises à forte croissance comme celles ayant un taux de croissance des ventes de l'ordre de 15% pour les entreprises manufacturières et de 10% pour les entreprises non-manufacturières (elles représentent 15% de l'échantillon). Une entreprise à faible croissance est celle dont les ventes stagnent ou déclinent au cours des années (elles représentent 17% de l'échantillon). Les résultats montrent que le taux de financement à long terme est plus élevé pour les entreprises à fort taux de croissance, leur taux de rentabilité est également plus élevé et leur degré de liquidité est moindre.

Une étude récente réalisée par Baldwin *et al.* (1994) auprès de 1480 PME canadiennes en croissance et portant sur les données financières de Statistique

¹⁵D'après MacMahon *et al.* (1993).

Canada pour la période 1984-1988, montre que les PME en croissance se financent proportionnellement plus avec des capitaux à long terme (54.5% dont 36.3% de capitaux propres et 18.2% de dettes à long terme) qu'avec des capitaux à court terme (38.7%), les 6.8% restant étant les impôts différés.

Pour ce qui est des caractéristiques financières des PME qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne, la littérature sur le sujet est plutôt limitée.

La seule étude empirique spécifique à ce sujet est à notre connaissance celle de Hutchinson, Meric et Meric (1988) concernant les quelques 200 entreprises qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne à la "*Unlisted Securities Market*" à Londres. L'analyse des caractéristiques financières de ces entreprises comparée à celles de PME privées, montre qu'elles présentent un taux de croissance plus élevé et une plus forte proportion de dettes à long terme mais d'un autre côté, elles enregistrent des ratios de liquidité moins élevés. Seulement, l'objectif des auteurs était plus d'analyser les effets de la croissance sur les caractéristiques financières des PME que ceux de l'appel public à l'épargne.

Récemment, McConaughy, Dhatt et Kim (1994) ont analysé les caractéristiques financières des PME en croissance qui ont réalisé un premier appel public à l'épargne aux États-Unis. Les données de cette étude portant sur quatre ans, ont été extraites de la base de données Compustat.

Les résultats montrent qu'au cours de cette période, ces entreprises ont amélioré leur profitabilité, leur liquidité ainsi que leur efficience opérationnelle mesurée par les ratio ventes/nombre d'employés et "cash flow"/nombre d'employés.

À la lumière de ces discussions, nous formulons les propositions suivantes:

P4: L'endettement des PME diminue après un premier appel public à l'épargne.

P5: Les ratios de liquidité des PME s'améliorent après un premier appel public à l'épargne.

P6: La rentabilité des PME augmente après un premier appel public à l'épargne.

Le chapitre suivant sera consacré aux aspects méthodologiques de notre étude.

CHAPITRE 3

MÉTHODOLOGIE

3.1 DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON

L'échantillon utilisé est composé de 139 entreprises québécoises qui ont effectué un premier appel public à l'épargne dans le cadre du programme RÉA entre les années 1982 -1988¹⁶.

Les informations concernant le secteur d'activité et le nombre d'employés ont été complétées à partir des prospectus d'émission détenus par la Commission des Valeurs Mobilières du Québec, et du fichier de données Cancorp.

Six compagnies financières seront exclues de notre analyse parce que leurs états financiers ne peuvent être comparés à ceux des autres entreprises commerciales et industrielles.

Notre échantillon est ainsi réduit à 133 entreprises pour lesquelles nous disposons d'états financiers sur cinq ans (deux avant l'année d'émission, l'année d'émission et deux ans après).

¹⁶Nous remercions le professeur JM. Suret de l'Université Laval qui a accepté de nous fournir gratuitement cette base de données.

3.1.1 Classification sectorielle des entreprises

La classification sectorielle que nous avons utilisée est celle établie par Statistique Canada. Par rapport à la classification standard internationale des compagnies (SIC), elle a l'avantage de prendre en considération la spécificité de la structure de l'économie canadienne. Seulement, elle demeure inopérationnelle pour un traitement statistique. Étant essentiellement centrée autour du produit, cette classification procède à une intégration des activités d'amont en aval.

C'est ainsi par exemple que le sous-secteur "Véhicules automobiles et pièces et accessoires pour véhicules automobiles", regroupe aussi bien la fabrication, le recyclage et la location de véhicules automobiles. Ou encore, le sous-secteur "Matériel électronique et services informatiques", regroupe la fabrication de composantes électroniques et les services de traitement de données sur ordinateur. Si ces activités ont en commun le "véhicule automobile" pour le premier exemple et "l'ordinateur" pour le second, elles relèvent de secteurs d'activités totalement différents.

Tout en respectant dans la mesure du possible la classification de base, nous avons procédé à quelques reclassifications afin de tenir compte de cette problématique (cf. Annexe A).

3.1.2 Classification des entreprises selon le nombre d'employés

Cette classification se rapporte au nombre d'employés à temps plein mentionné dans les prospectus d'émission, donc avant que l'entreprise n'ait enregistré le produit de l'émission.

Les entreprises de notre échantillon se répartissent comme suit selon le nombre d'employés:

Tableau 1
Répartition des entreprises selon le nombre d'employés

Nombre d'employés	Nombre d'entreprises
0-49	23
50-99	16
100-199	26
200-499	38
500 et plus	25
non disponibles	5
Total	133

3.2 MESURE DES VARIABLES ET MÉTHODE D'ANALYSE

Comme le souligne Ang (1992), la mesure de la structure financière est moins complexe dans le cas des grandes entreprises que dans celui des PME, en raison principalement de la difficulté à distinguer clairement les dettes des fonds propres. Il s'agit essentiellement du problème posé par les postes "avances des propriétaires" et "prêts des dirigeants" qui sont considérés comme des dettes mais qui sont en réalité des "quasi-fonds propres".

Selon Suret et Arnoux (1995), ces prêts représentent le quart de l'actif dans le groupe des entreprises artisanales et 5 à 6% de celui des grandes entreprises.

Les propriétaires-dirigeants qui détiennent ces dettes sont en réalité des créanciers de dernier recours. De ce fait, elles devraient plutôt être incluses dans les fonds propres.

Les variables utilisées dans notre étude ainsi que leurs mesures sont produites dans le tableau suivant.

Tableau 2
Mesure des variables

VARIABLES	MESURES
Structure de financement	dettes totales/actif total
	dettes court terme bancaires/dettes totales
	dettes long terme/dettes totales
	comptes-fournisseurs/dettes totales
	bénéfices non répartis/actif total
Liquidité	actif court terme/passif court terme
	(actif court terme-stocks)/passif court terme
	actif court terme/actif total
Rentabilité	ventes/actif total
	coût des marchandises vendues/ventes
	bénéfice avant intérêts et impôts/actif total
	bénéfice net/ventes
	bénéfice net/fonds propres

Les données seront traitées à l'aide du logiciel statistique SPSS. Nous procéderons d'abord à une analyse descriptive des données avant d'effectuer des analyses de variance et des tests de student qui nous permettront de confirmer ou d'infirmer les propositions.

CHAPITRE 4

ANALYSE ET INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS

4.1 L'EFFET DE TAILLE

Cette section vise à rendre compte de l'effet de taille sur la structure de financement, la liquidité et la rentabilité des entreprises de notre échantillon. Pour chaque groupe de variables, nous présenterons les statistiques descriptives, les tests de significativité et étudierons l'influence du secteur d'activités.

4.1.1 La structure de financement¹⁷

La structure de financement permet de mesurer le partage du risque entre les créanciers et les actionnaires. Si ces derniers ne fournissent qu'une faible part du financement total, les créanciers devront assumer une part importante du risque financier.

¹⁷Les regroupements que nous obtenons pour l'étude de la structure de financement restent valables pour l'étude de la liquidité et de la rentabilité. Nous retiendrons quatre groupes d'entreprises pour une présentation plus détaillée des statistiques descriptives, tandis que nous ne considérerons que trois groupes d'entreprises dans les tests de significativité (voir paragraphes 4.1.1.1 et 4.1.1.2 pour plus de détails).

4.1.1.1 Statistiques descriptives¹⁸.

Nous présenterons les données descriptives en étudiant l'effet de taille pour les deux années précédant l'appel public à l'épargne.

Nous obtenons les regroupements suivants en fonction de l'actif total¹⁹:

1-Deux ans avant l'appel public à l'épargne.

- g1. Entreprises dont l'actif est inférieur à 3.812 M\$.
- g2. Entreprises dont l'actif est compris entre 3.812 M\$ et 8.072 M\$.
- g3. Entreprises dont l'actif est compris entre 8.072 M\$ et 20.672 M\$.
- g4. Entreprises dont l'actif est supérieur à 20.672 M\$.

2-Un an avant l'appel public à l'épargne.

- g1. Entreprises dont l'actif est inférieur à 4.626 M\$.
- g2. Entreprises dont l'actif est compris entre 4.626 M\$ et 10.337 M\$.
- g3. Entreprises dont l'actif est compris entre 10.337 M\$ et 23.499 M\$.
- g4. Entreprises dont l'actif est supérieur à 23.499 M\$.

¹⁸ Nos commentaires sont basés sur les valeurs médianes étant donné l'asymétrie des distributions.

¹⁹ Les regroupements effectués nous permettent d'avoir le même nombre d'entreprises dans chaque groupe.

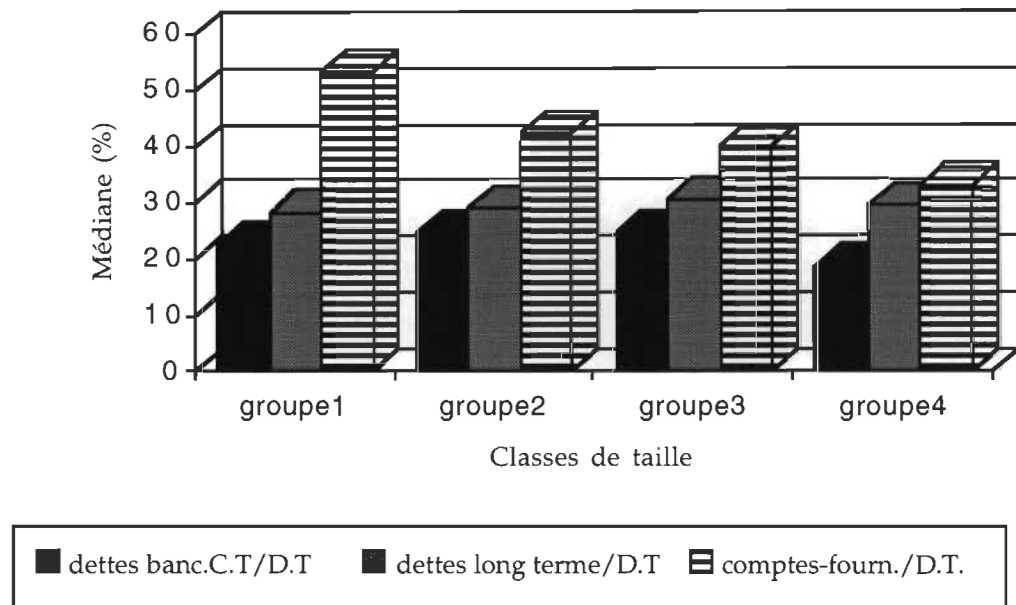
Tableau 3

Taux d'endettement total des entreprises deux ans avant l'appel public à l'épargne

	moy(%)	méd(%)	nb obs
groupe1	69.9	71.5	25
groupe2	66.3	69.3	26
groupe3	64.6	69.3	26
groupe4	62.7	63.3	25

Le tableau 3 nous indique que le taux d'endettement des entreprises diminue avec la taille. Ces observations semblent aller dans le sens des conclusions de Bates (1971), Walker et Petty (1978) et Davidson et Dutia (1991) selon lesquelles les petites entreprises sont plus endettées que les grandes. Le graphique 1, dans lequel nous avons décomposé l'endettement, nous invite toutefois à apporter certaines nuances à cette tendance générale.

Graphique 1 : Structure d'endettement des entreprises (deux ans avant l'APE)



Comme l'ont suggéré Gagnon et Papillon (1984), la relation entre le taux d'endettement à court terme bancaire et la taille des entreprises suit la forme d'un "U" renversé, les plus petites et les plus grandes ayant le moins recours à ce type de financement.

Le crédit commercial quant à lui, décroît avec la taille des entreprises conformément aux conclusions de Tamari (1980), Ang (1991) et Norton (1992). Ces mêmes auteurs préconisent une relation croissante entre la taille et le taux de financement à long terme, alors que les quatre groupes d'entreprises de notre échantillon ne semblent pas adopter des comportements différents.

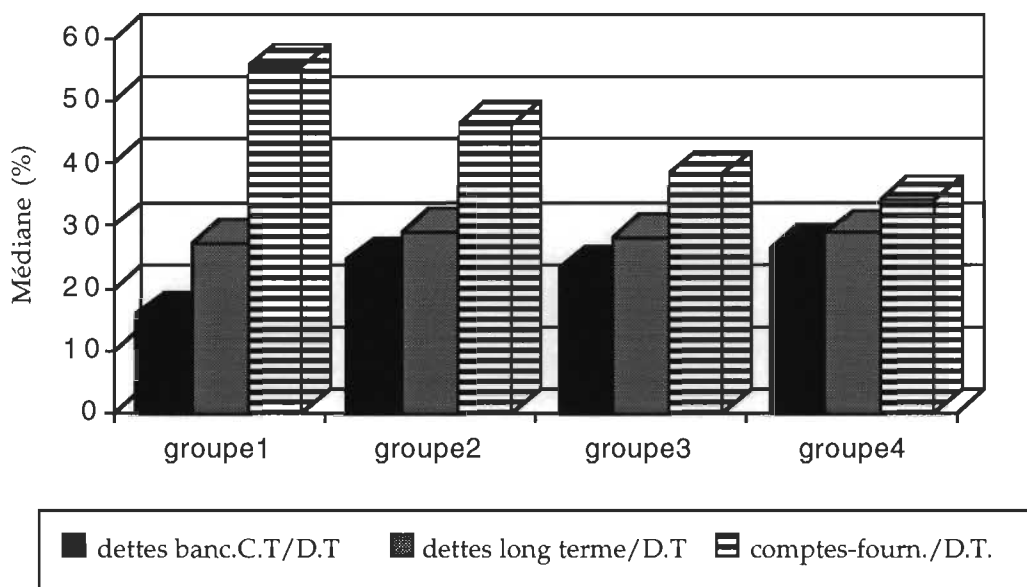
À la veille de l'appel public à l'épargne, les plus petites entreprises réduisent fortement leur taux d'endettement et deviennent ainsi le groupe qui a le moins recours aux capitaux empruntés. Cette situation est essentiellement imputable à un moindre recours à l'endettement à court terme bancaire. Le comportement d'emprunt des autres groupes d'entreprises reste sensiblement le même par rapport à la situation qui prévalait une année auparavant et ce tant au niveau du taux d'endettement total que de sa structure. Concernant la relation entre la taille et la structure d'endettement, le changement à noter se rapporte uniquement au taux d'endettement à court terme bancaire. Pour cette variable, la forme en "U" renversé qui prévalait deux ans avant l'appel public à l'épargne a cédé la place à une forme linéaire croissante (cf. tableau 4 et graphique 2).

Tableau 4

Taux d'endettement total des entreprises un an avant l'appel public à l'épargne

	moy(%)	méd(%)	nb obs
groupe1	56.0	57.3	32
groupe2	64.8	62.2	33
groupe3	64.1	65.1	33
groupe4	61.3	63.4	32

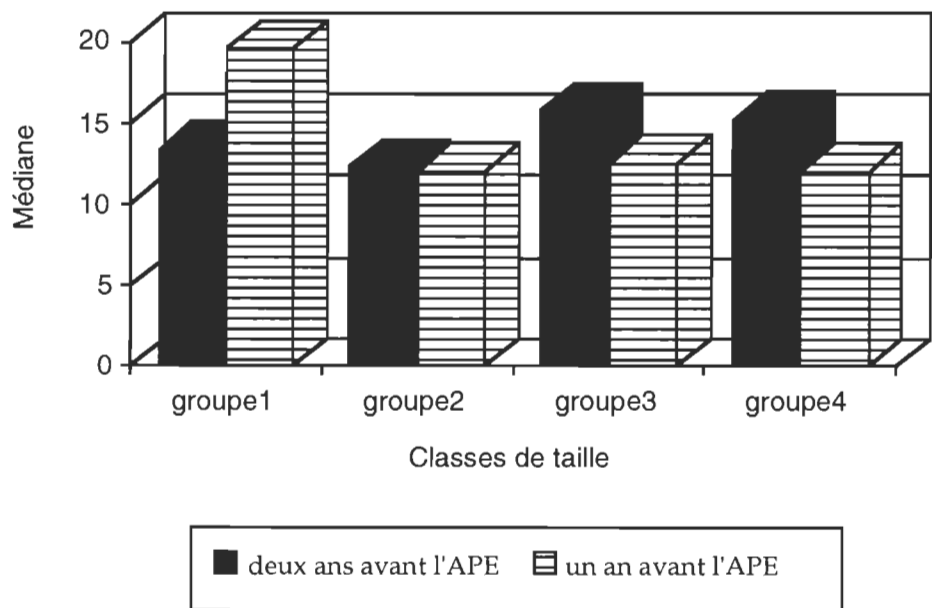
Graphique 2 : Structure d'endettement des entreprises (un an avant l'APE)



Il apparaît ainsi qu'à la veille de l'appel public à l'épargne, les plus petites entreprises ont tendance à substituer l'emprunt à court terme bancaire par du financement par fonds propres. Cette évolution pourrait s'expliquer par le fait que ce groupe d'entreprises, moins connu du public que les autres, a plus intérêt à assainir sa structure de financement, et donc à réduire sa dépendance vis-à-vis des institutions bancaires avant de faire appel à l'épargne publique. Les plus grandes entreprises n'ayant pas à fournir cet effort ont quant à elles, accru leur financement à court terme bancaire.

Le graphique 3 va dans le sens de cette argumentation. Alors que deux années avant l'appel public à l'épargne, le taux d'autofinancement était légèrement plus élevé pour les groupes 3 et 4, à la veille du financement public, la proportion du bénéfice non réparti dans le financement total s'est fortement accrue pour les petites entreprises, tandis qu'elle est maintenue ou réduite dans les autres groupes d'entreprises.

Graphique 3: Bénéfices non répartis en pourcentage de l'actif total



4.1.1.2 Tests de significativité

Les entreprises des groupes 2 et 3 semblent présenter une structure de financement similaire. Pour cette raison, il nous semble plus opportun de les considérer comme un groupe homogène de moyennes entreprises dans les tests de significativité. Nous obtenons les regroupements suivants en fonction de l'actif total, qui seront maintenus pour les tests statistiques:

Deux ans avant l'APE

$g1=0-3.812M\$$.

$g2=3.812M\$-20.672M\$$.

$g3=20.772M\$$ et plus.

Un an avant l'APE

$g1=0-4.626M\$$.

$g2=4.626M\$-23.499M\$$.

$g3=23.499$ et plus.

Nous utiliserons l'analyse de variance dans le but de vérifier si la structure de financement des petites, moyennes et grandes entreprises diffère de manière significative. Les résultats sont reportés au tableau 5.

Tableau 5
Analyse de variance sur la structure de financement

Deux ans avant l'appel public à l'épargne					
Valeurs médianes par groupe d'entreprises				Test de différence	
Variables	g 1	g 2	g 3	F	P
DT/AT	71.7	69.3	63.3	0.6344	0.5324
DCTB/DT	22.4	24.4	18.6	0.9153	0.4038
CF/DT	53.1	41.4	32.9	2.2269	0.1132
DLT/DT	28.1	28.9	29.2	1.1213	0.3299
BNR/AT	13.4	13.5	15.2	0.1778	0.8374
Un an avant l'appel public à l'épargne					
Valeurs médianes par groupe d'entreprises				Test de différence	
Variables	g 1	g 2	g 3	F	P
DT/AT	57.3	62.6	63.4	2.0862	0.1284
DCTB/DT	15.8	23.7	26.4	4.8984	0.0089
CF/DT	55.4	40.9	34.1	8.2175	0.0004
DLT/DT	27.1	28.5	28.7	2.0073	0.1386
BNR/AT	19.6	12.3	12.0	0.7651	0.4674
F : coefficient de Fisher.					
P : probabilité.					
DT/AT : dette totale/actif total					
DCTB/DT : dette court terme bancaire/dette totale					
CF/DT : comptes-fournisseurs/dette totale					
DLT/DT : dette long terme/dette totale					
BNR/AT : bénéfices non repartis/actif total					

Deux ans avant l'appel public à l'épargne, les trois groupes d'entreprises ne se différencient de manière significative pour aucune des variables de la structure de financement.

Il en va tout autrement de la situation qui prévaut à la veille de l'appel public à l'épargne. À cette date, on note une hausse de la valeur du coefficient F pour l'ensemble des variables, et tout particulièrement pour l'endettement bancaire à court terme et le crédit fournisseur.

Le changement majeur qui s'est opéré à la veille du financement public concerne surtout les petites entreprises (g1), qui substituent l'endettement à court terme bancaire par un apport en fonds propres. Cette constatation nous autorise à avancer comme hypothèse que c'est ce groupe d'entreprises qui ressent le plus le stress de l'appel public à l'épargne et ce, principalement dans le but de gagner la confiance des investisseurs et de répondre aux exigences du comité des inscriptions à la bourse²⁰.

À la lumière de ce test, nous pouvons formuler les conclusions suivantes par rapport à notre première proposition de recherche:

²⁰Le comité des inscriptions à la bourse de Montréal fonde son opinion sur le stade de développement et sur la situation financière de l'entreprise. Pour ce qui est des entreprises industrielles, des compagnies de placement et des compagnies immobilières, elles doivent présenter un actif tangible net d'au moins 1 million de dollars et un bénéfice annuel net d'au moins 100 000 dollars au cours de l'année précédant l'entrée en bourse. Pour ce qui est des entreprises industrielles et commerciales en développement, ces critères sont respectivement de 500 000 dollars et de 50 000 dollars (cf. C.Denis, le financement public de l'entreprise québécoise(1980, pp. 199-201).

Proposition 1 : Le niveau d'endettement décroît avec la taille des entreprises.

Conclusion : À la veille de l'appel public à l'épargne, on note un accroissement du niveau d'endettement avec la taille des entreprises. On ne peut cependant pas conclure à une différence significative entre les petites, moyennes et grandes entreprises. L'examen de la structure de financement nous invite à nuancer ce résultat.

Si les trois groupes d'entreprises semblent se comporter de manière similaire par rapport à l'endettement à long terme et à l'autofinancement, elles se distinguent de manière significative pour ce qui est de l'endettement bancaire à court terme et du crédit fournisseur. Cette dernière variable décroît avec la taille des entreprises tandis que l'on note une tendance inverse pour la première. Nous verrons dans le paragraphe suivant si ces résultats ne sont pas influencés par un effet de secteur.

4.1.1.3 L'effet de secteur

L'effet de secteur est étudié en deux étapes. Dans un premier temps, nous considérons uniquement deux groupes d'entreprises: les entreprises manufacturières et les entreprises de service. Cette première étape vise à étudier l'effet de secteur en tant que tel sans faire intervenir le facteur "taille". Ce facteur sera introduit dans un second temps en procédant à une subdivision de ces deux groupes en fonction de l'intensité capitaliste des différents secteurs d'activités dans lesquels opèrent les entreprises de notre échantillon²¹.

²¹Nous mesurons l'intensité capitaliste par l'importance relative des immobilisations.

Nous obtenons ainsi deux sous-groupes pour les entreprises manufacturières:

- Le groupe des entreprises fortement immobilisées (secteur 1):
industrie du bois, industrie pétrolière, industrie chimique,
industrie de fabrication de pièces d'auto et d'appareils ménagers,
etc...
- Le groupe des entreprises faiblement immobilisées (secteur 2):
industrie textile, industrie alimentaire, industrie du meuble, etc...

Les entreprises de services se subdivisent en trois sous-groupes:

- Le groupe des entreprises fortement immobilisées (secteur 3):
services d'hébergement, centres de divertissement et de loisir.
- Le groupe des entreprises moyennement immobilisées (secteur 4):
services de transport, services de vente de gros et de détail.
- Le groupe des entreprises faiblement immobilisées (secteur 5):
services informatiques, services aux entreprises et aux particuliers.

La part des capitaux empruntés est supérieure dans les entreprises de services. À la veille de l'appel public à l'épargne, ces dernières réduisent substantiellement leur taux d'endettement, qui se retrouve pratiquement au même niveau que celui des entreprises manufacturières (cf. tableau 6).

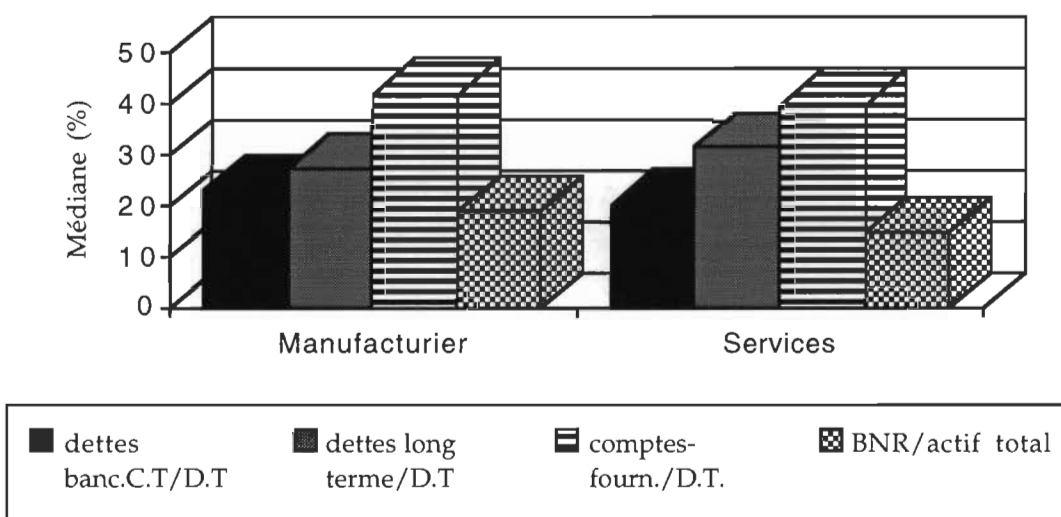
Tableau 6

Taux d'endettement des entreprises par secteur d'activités

Secteur d'activités	Année -2			Année -1		
	moy(%)	méd(%)	nb obs	moy(%)	méd(%)	nb obs
manufacturier	63.6	65.3	59	60.1	61.4	80
services	67.6	71.1	39	62.0	62.2	47

Pour ce qui est des différences dans la structure de financement entre les deux secteurs, le graphique 4 nous indique que les entreprises manufacturières font plus recours à l'endettement à court terme bancaire et au crédit fournisseur que les entreprises de services. D'un autre côté, elles s'endettent moins à long terme et leur taux d'autofinancement est plus important²².

Graphique 4 : Structure de financement selon le secteur d'activités(un an avant l'APE)



Ces derniers résultats peuvent s'expliquer aisément dans la mesure où, du fait de leurs activités de production, les entreprises manufacturières affichent un plus grand besoin de financement des éléments d'actif à court terme tels que les stocks. De plus, étant plus orientées vers les projets d'investissement risqués et vers la recherche et développement, elles sont plus susceptibles de réinvestir une partie de leurs bénéfices.

²²Nous ne tenons compte que des valeurs observées à la veille de l'appel public à l'épargne.

Le tableau 7 montre cependant que les différences dans la structure de financement entre les entreprises manufacturières et de services ne sont significatives pour aucune des variables considérées.

Tableau 7

Tests de différence sur la structure de financement des entreprises selon le secteur d'activités.

(Un an avant l'appel public à l'épargne).

Variables	T-test	P
DT/AT	-0.61	0.545
DCTB/DT	1.28	0.204
CF/DT	0.29	0.774
DLT/DT	-1.24	0.249
BNR/AT	1.65	0.153
DT/AT : dette totale/actif total		
DCTB/DT : dette court terme bancaire/dette totale		
CF/DT : comptes-fournisseurs/dette totale		
DLT/DT : dette long terme/dette totale		
BNR/AT : bénéfices non repartis/actif total		

Le tableau 8 présente le taux d'endettement des différents secteurs d'activités classés en fonction de leur degré d'immobilisation.

À mesure que le degré d'immobilisation du secteur diminue, on note une réduction du taux d'endettement. Ceci rejoint les commentaires tirés du tableau 4, à savoir un accroissement du taux d'endettement avec la taille des entreprises²³.

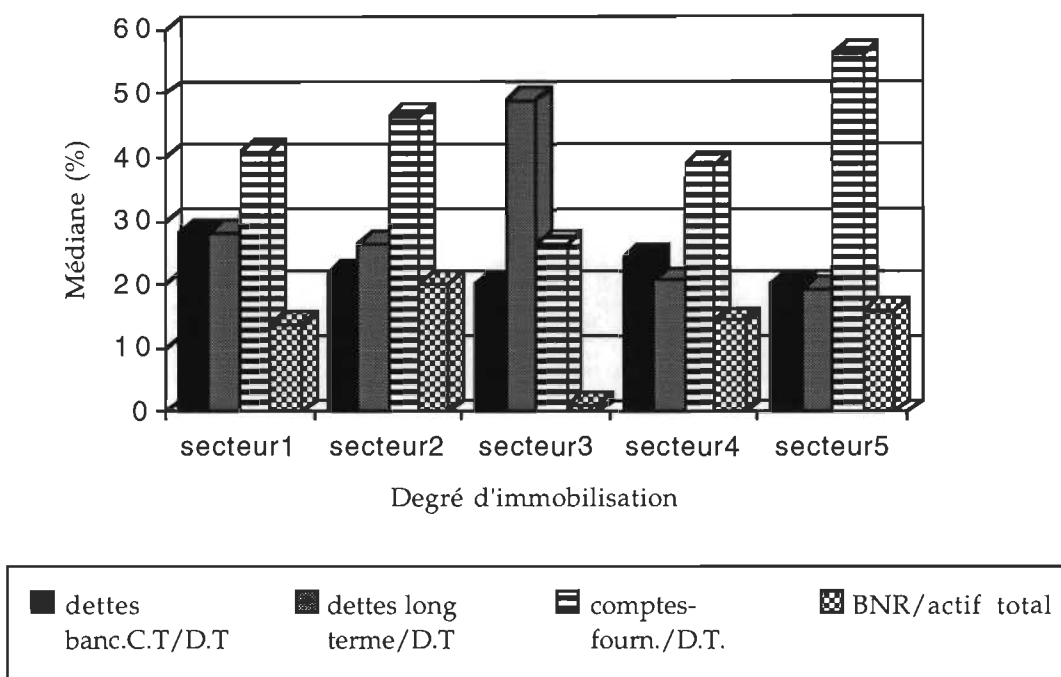
²³À noter cependant que le coefficient de corrélation entre la taille, mesurée par l'actif total et le taux d'endettement est pratiquement nul.

Tableau 8
Taux d'endettement des entreprises par secteur d'activités
(Répartition des secteurs selon l'intensité capitalistique)

Manufacturier				Services			
	moy(%)	méd(%)	nb obs		moy(%)	méd(%)	nb obs
secteur 1	62.0	64.4	41	secteur 3	67.2	65.9	15
secteur 2	58.1	60.2	39	secteur 4	62.9	62.2	19
				secteur 5	60.6	60.6	14

Cette concordance entre l'effet de taille et l'effet de secteur est également respectée au niveau de la structure de financement (cf. graphique 5 en comparaison avec les graphiques 2 et 3).

Graphique 5 : Structure d'endettement par secteur d'activités



Si l'on exclut le secteur 3, l'endettement bancaire à court terme augmente avec l'intensité capitaliste du secteur, tandis que les comptes-fournisseurs ainsi que les bénéfices non répartis sont plus importants dans les secteurs les moins immobilisés et, toujours comme pour l'effet de taille, le taux d'endettement à long terme est pratiquement le même quelque soit le secteur.

Le secteur 3 (services d'hébergement et centres de loisirs) fait exception. Alors que l'intensité capitaliste y est la plus élevée, son taux d'endettement bancaire à court terme est relativement bas alors que son endettement à long terme représente pratiquement le double de celui des autres secteurs. Cette

singularité réside dans la nature des activités de ce secteur. Son cycle de fonds de roulement justifie peu d'endettement à court terme, d'un autre côté il doit financer des immobilisations sur une très longue période d'où la prépondérance de l'endettement à long terme.

Mis à part ce cas particulier, on pourrait conclure que contrairement à la taille, le secteur d'activités ne semble pas influencer de manière déterminante la structure de financement des entreprises qui sont au seuil de réaliser un premier appel public à l'épargne.

4.1.2 La liquidité

L'analyse de la liquidité consiste à comparer les éléments d'actif à court terme d'une entreprise à ses engagements à court terme.

Le ratio de fonds de roulement (ou ratio de liquidité générale) montre dans quelle proportion les éléments d'actif susceptibles d'être convertis en espèces pendant les 12 prochains mois suffisent à couvrir les dettes venant à échéance pendant la même période.

Le ratio de liquidité immédiate mesure la capacité d'une entreprise à rembourser les dettes à court terme sans recourir à la vente des stocks.

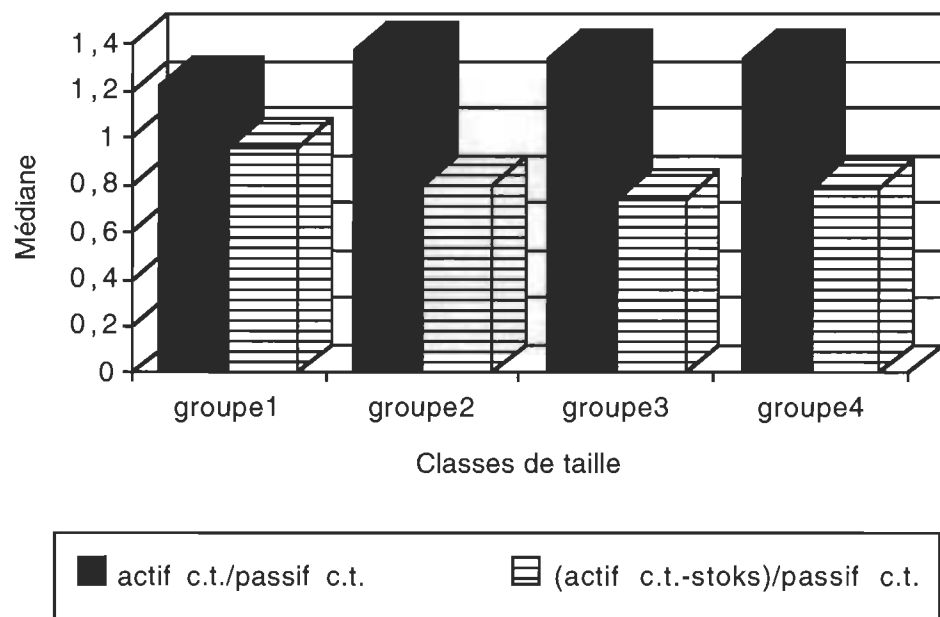
Contrairement à la structure de financement, on ne note pas de réels changements au niveau des différents ratios de liquidité au cours des deux années précédant l'appel public à l'épargne.

Ainsi pour ce groupe de variables, nous ne présenterons que la situation qui prévaut au seuil du financement public.

4.1.2.1 Statistiques descriptives

Il ressort du graphique 6 que le ratio de fonds de roulement est un peu plus faible pour les petites entreprises tandis qu'il se maintient à un niveau à peu près égal pour les autres groupes d'entreprises. On observe la situation inverse concernant le taux de liquidité immédiate.

Graphique 6 : Ratios de liquidités traditionnels (un an avant l'APE)



Ces résultats vont dans le sens des conclusions de Wilson (1979) et Davidson et Dutia (1991), selon lesquelles les petites entreprises détiennent moins de stocks que les grandes.

D'une manière générale, les petites entreprises de notre échantillon ne souffrent pas de problème de liquidité par rapport aux grandes comme le préconisent bon nombre d'auteurs (Gupta (1969), Bates (1971), Walker et Petty (1978), Wilson (1979), Davidson et Dutia (1991)).

Cette performance relative du groupe des petites entreprises est d'autant plus remarquable que ces dernières sont en forte croissance. Or, nous savons précisément qu'une des principales conséquences de la croissance est la pression qu'elle exerce sur la liquidité.

L'explication que l'on pourrait avancer quant à la bonne tenue des petites entreprises, réside toujours dans leur politique de financement. Par souci de se présenter sous leur meilleur jour face aux investisseurs, ces entreprises ont tendance à substituer l'endettement à court terme par un apport en fonds propres, maintenant ainsi un bon niveau de liquidités.

4.1.2.2 Tests de significativité

Tableau 9
Analyse de variance sur la liquidité

Un an avant l'appel public à l'épargne					
	Valeurs médianes par groupe d'entreprises			Test de différence	
Variables	g 1	g 2	g 3	F	P
actif c.t/passif c.t	1.223	1.411	1.331	1.3021	0.2760
(act c.t-st)/p .c.t.	1.068	0.736	0.792	3.6471	0.0292
F : coefficient de Fisher.					
P : probabilité.					

Tel qu'indiqué au tableau 9, seul le taux de liquidité immédiate présente une différence significative entre les trois groupes d'entreprises. Nous pouvons ainsi formuler les conclusions suivantes par rapport à notre seconde proposition de recherche:

Proposition 2 : La liquidité croît avec la taille des entreprises

Conclusions : Les résultats de notre étude montrent plutôt la tendance inverse. Le taux de liquidité immédiate est significativement plus élevé dans les petites entreprises, tandis qu'il n'apparaît pas de différence significative pour ce qui est de la liquidité générale.

4.1.2.3 L'effet de secteur

Contrairement à la taille des entreprises, la prise en compte du secteur d'activités révèle un taux de liquidité général significativement plus élevé pour les entreprises du secteur manufacturier que celles du secteur des services. Cet écart est attribuable à la présence de stocks plus importants dans le premier groupe d'entreprises. Ceci est d'autant plus vrai que le taux de liquidité immédiate ne révèle aucune différence significative entre les deux groupes d'entreprises (cf. tableau 10).

Tableau 10

Tests de différence sur la liquidité des entreprises selon le secteur d'activités
(Un an avant l'appel public à l'épargne)

Variables	Manufacturier (n=73)		Services (n=43)		T-Test	P
	moy	méd	moy	méd		
ACT/PCT	1.491	1.393	1.253	1.283	2.150	0.033
(ACT-S)/PCT	0.880	0.809	0.832	0.833	0.480	0.636
ACT/AT (%)	64.3	65.2	52.2	56.0	2.600	0.011

P : probabilité

ACT/PCT: actif court terme/passif court terme
(ACT-S)/PCT: (actif court terme-stock)/passif court terme
ACT/AT: actif court terme/actif total

L'examen en détail des secteurs d'activités montre que la différence quant à la liquidité générale entre les entreprises manufacturières et de services, est en

réalité attribuable à l'écart observé pour cette variable entre les entreprises du secteur 2 et celles du secteur 3.

Il ressort également que ces deux groupes d'entreprises affichent respectivement le plus élevé et le plus faible pourcentage d'actif à court terme par rapport à l'actif total. Nous expliquerons cette situation par le fait que les entreprises du secteur 2 produisent des biens de consommation courante entraînant ainsi la constitution de stocks et de comptes à recevoir importants, tandis que la nature des activités des entreprises du secteur 3 (hébergement, services de loisirs), fait que leur actif à court terme est pratiquement réduit aux encaisses et aux dépôts en banque (cf. tableau 11)²⁴.

Tableau 11
Ratios de liquidité des entreprises par secteur d'activités
(Répartition des secteurs selon l'intensité capitalistique)

	Secteur1	Secteur2	Secteur3	Secteur4	Secteur5
	(n=35)	(n=37)	(n=12)	(n=18)	(n=15)
Variables	méd	méd	méd	méd	méd
ACT/PCT	1.227	1.495	1.123	1.361	1.283
(ACT-S)/PCT	0.693	1.016	0.986	0.713	0.968
ACT/AT (%)	62.2	69.7	27.7	69.5	57.5
ACT/PCT: actif court terme/passif court terme					
(ACT-S)/PCT: (actif court terme-stock)/passif court terme					
ACT/AT: actif court terme/actif total					

²⁴Si nous retirons les entreprises du secteur 4 (commerce de gros et de détail), la différence quant à la liquidité générale entre les entreprises manufacturières et de services est encore plus marquée.

En conclusion l'influence du secteur d'activités sur la liquidité des entreprises est attribuable à la plus ou moins forte proportion de l'actif à court terme (essentiellement les stocks) plutôt qu'à la politique de financement.

4.1.3 La rentabilité

La rentabilité est le résultat d'une série de politiques et de décisions. Si les ratios que nous avons étudiés jusqu'ici révèlent des comportements intéressants sur la gestion de l'entreprise, les ratios de rentabilité donnent, quant à eux, des réponses précises sur l'efficacité avec laquelle celle-ci est gérée.

4.1.3.1 Statistiques descriptives

Une première étape dans l'étude de la rentabilité d'une entreprise consiste à évaluer son niveau d'activité ainsi que sa capacité à contrôler ses coûts. Ces indicateurs sont reportés au tableau 12²⁵.

²⁵Les indicateurs présentés au tableau 12 ne donnent qu'une vue partielle du niveau d'activité des entreprises et de leur capacité à maîtriser les coûts. Ces éléments englobent bien d'autres facteurs (marketing, stratégie, ressources humaines, production etc), que strictement financiers.

Tableau 12

Quelques indicateurs commerciaux des entreprises avant l'APE

Ventes / actif total							coût des march. vendues / ventes (%)					
Année -2			Année -1				Année -2			Année -1		
moy	med	N	moy	med	N		moy	med	N	moy	med	N
gr1	2.464	1.739	26	1.978	1.644	31	74.6	66.3	25	64.2	61.3	30
gr2	1.891	1.779	26	1.926	1.780	32	73.0	71.6	26	71.9	70.1	31
gr3	2.177	1.747	26	2.084	1.767	3.1	76.7	75.5	25	75.8	72.1	29
gr4	1.895	1.632	26	1.750	1.406	32	89.7	85.2	25	78.5	82.4	26

Les petites et les grandes entreprises enregistrent une légère baisse de leur ratio de rotation de l'actif à la veille de l'appel public à l'épargne. Contrairement aux moyennes, ces entreprises connaissent une croissance des ventes inférieure à celle de l'actif total.

D'un autre côté, tous les groupes d'entreprises, et plus particulièrement les plus petites, font preuve d'une amélioration de la gestion des coûts de production à la veille du financement public.

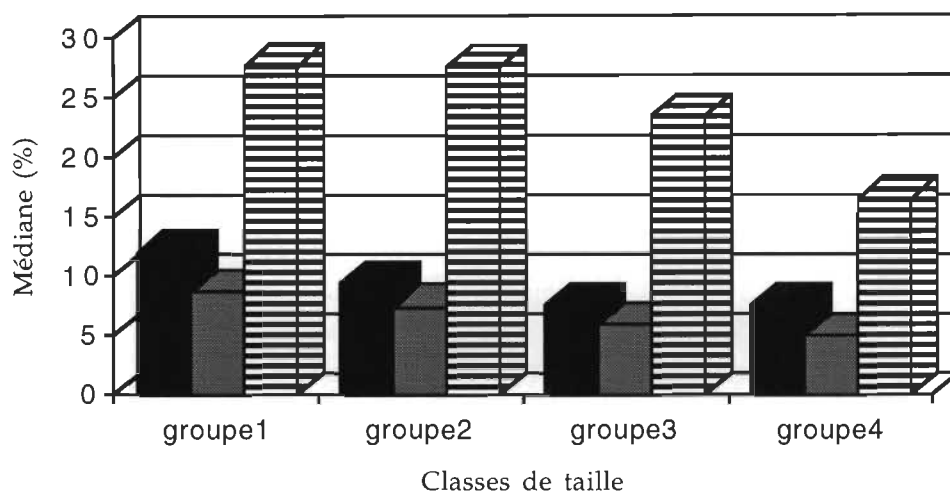
C'est certainement cet effort entrepris sur le plan commercial qui a permis à l'ensemble des entreprises de notre échantillon d'améliorer leurs ratios de rentabilité.

Les plus grandes entreprises font cependant figure d'exception à cette tendance générale, du moins pour ce qui est de la rentabilité de l'actif et des fonds propres. Les plus petites affichent quant à elles les valeurs les plus élevées pour tous les indices de rentabilité (cf. graphiques 7 et 8).

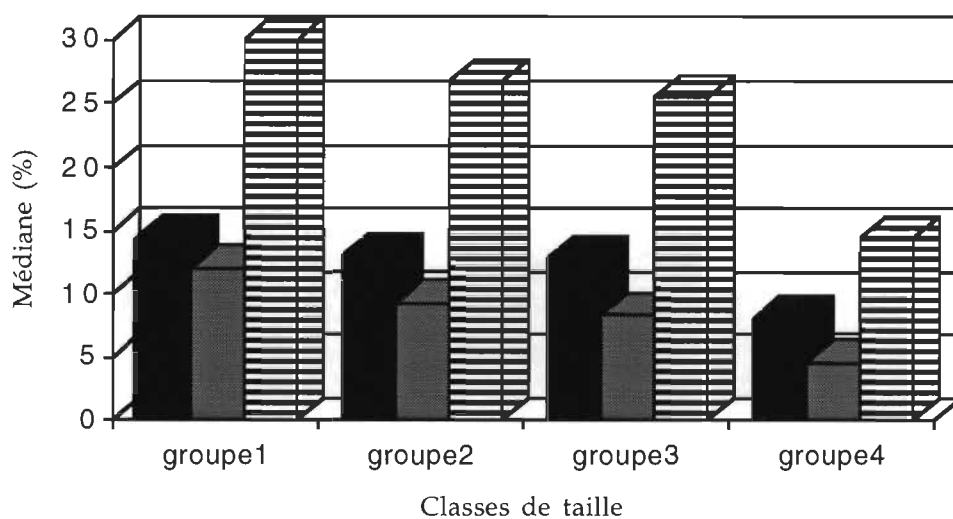
Ces résultats vont à l'encontre des conclusions de Bates (1971), Wilson (1979), Davidson et Dutia (1991) et confirment celles de Walker et Petty (1978) et Tamari (1980)²⁶ à l'effet que les petites entreprises sont plus rentables que les grandes.

²⁶Rappelons que dans la littérature concernant l'effet de taille, la rentabilité représente la variable la plus controversée.

Graphique 7 : Rentabilité des entreprises (deux ans avant l'APE)



Graphique 8 : Rentabilité des entreprises (un an avant l'APE)



■ bénéf. aii/actif total ■ bénéf. net/actif total ▨ bénéf net/fonds propres

4.1.3.2 Tests de significativité²⁷

Tableau 13

Analyse de la variance sur la rentabilité

2 ans avant l'APE					
	Valeurs médianes par groupe d'entreprises			Test de différence	
Variables	g 1	g 2	g 3	F	P
ventes/actif total	1.644	1.628	1.406	0.4036	0.6688
c.m.v./ventes (%)	61.3	71.7	82.4	3.7969	0.0254
b.a.i./actif total (%)	14.3	12.3	8.0	4.9917	0.0085
bénéfice net/ventes (%)	12.0	8.7	4.6	3.0609	0.0505
bénéfice net/f. propres (%)	30.0	25.9	14.4	3.5637	0.0314
F : coefficient de Fisher.					
P : probabilité.					

À l'exception de la rotation de l'actif, la différence entre les trois groupes d'entreprises est significative à moins de 5% pour tous les indices de rentabilité. Nous pouvons ainsi formuler les conclusions suivantes par rapport à notre troisième proposition de recherche:

Proposition3 : La rentabilité croît avec la taille des entreprises.

Conclusions : Tous les indicateurs de rentabilité vont à l'encontre de cette proposition. Les petites entreprises s'avèrent être les plus rentables. Elles sont suivies des moyennes et les différences entre les trois groupes d'entreprises sont statistiquement significatives.

²⁷Nous n'avons effectué le test que sur les valeurs observées à la veille de l'appel public à l'épargne.

4.1.3.3 L'effet de secteur

Alors que les entreprises de services font preuve d'une meilleure maîtrise des coûts, les entreprises manufacturières affichent des taux de rentabilité plus élevés, bien qu'aucun des indices de rentabilité ne soit statistiquement différent entre les deux groupes d'entreprises (cf. tableau 14).

Tableau 14

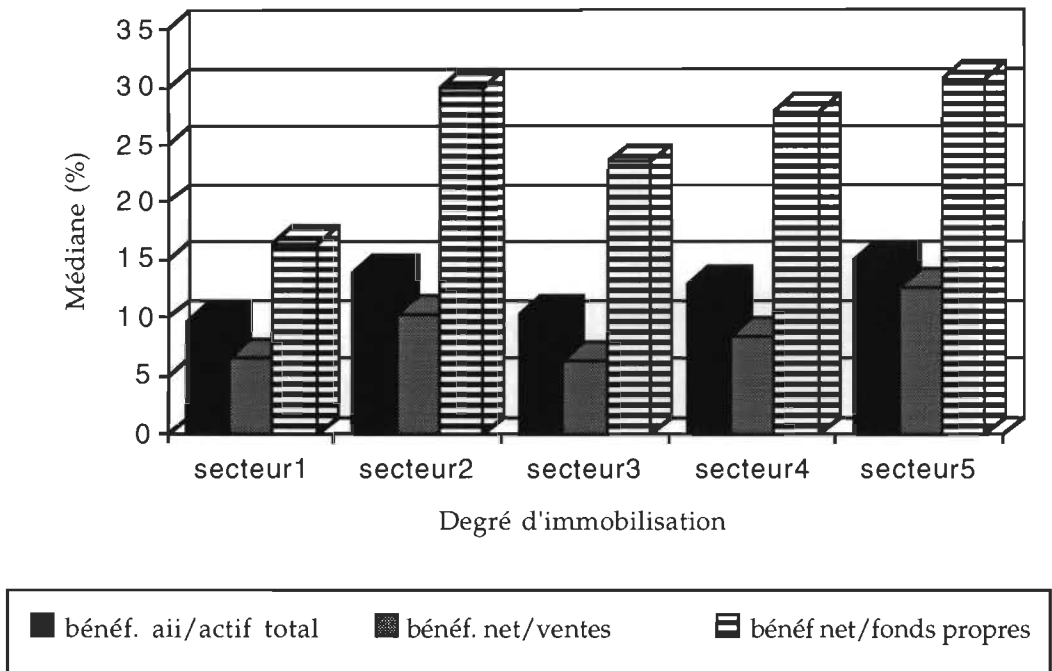
Tests de différence sur la rentabilité des entreprises selon le secteur d'activités
(Un an avant l'appel public à l'épargne)

Variables	Manufacturier (n=77)		Services (n=45)		T-Test	P
	moy	méd	moy	méd		
ventes/actif total	1.824	1.570	1.992	1.579	-0.72	0.471
c.m.v/ventes	75.3	73.2	70.2	69.1	-0.73	0.464
b.a.i.i./actif total	14.4	11.6	12.6	8.5	-0.64	0.523
bénéf. net/ventes	9.7	8.5	12.6	8.3	-1.44	0.152
bénéf. net/fonds propres	35.1	24.6	25.3	21.7	1.05	0.298

L'analyse en détail des secteurs d'activités montre que, tout comme pour la structure de financement, l'étude de la rentabilité des entreprises de notre échantillon met en évidence une concordance entre l'effet de taille et l'effet de secteur.

Pour chaque groupe de secteurs, on note une baisse des divers indices de rentabilité avec l'intensité capitalistique (cf. graphique 9).

Graphique 9 : Rentabilité des entreprises par secteur d'activités



Ces deux derniers résultats nous autorisent à conclure que c'est la taille et non le secteur d'activités des entreprises qui influence de manière déterminante la rentabilité des firmes qui sont au seuil de réaliser un premier appel public à l'épargne.

En définitive, les petites entreprises de notre échantillon ne souffrent pas de la "sous-capitalisation". De plus, elles présentent une meilleure liquidité et sont plus rentables que les grandes entreprises. Les différents tests effectués nous révèlent qu'il existe un effet de taille significatif pour ces trois groupes de variables et qu'il est plutôt en faveur des petites entreprises.

Le secteur d'activités n'intervient significativement qu'au niveau de la liquidité générale, à travers son influence sur le poids relatif de l'actif à court terme et surtout des stocks.

Pour toutes les autres variables, les différences entre les groupes d'entreprises ne sont attribuables qu'à l'effet de taille. Il s'agira ainsi du seul facteur dont on tiendra compte dans l'analyse de l'évolution des caractéristiques financières des entreprises suite à l'appel public à l'épargne.

4.2 L'ÉVOLUTION DES CARACTÉRISTIQUES FINANCIÈRES DES ENTREPRISES SUITE À L'APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE²⁸.

Nous avons pu observer dans la section précédente que la taille des entreprises, mesurée par l'actif total, augmentait à la veille de l'appel public à l'épargne. Comme le montre le tableau 15, cette tendance s'atténue après que l'appel public à l'épargne ait eu lieu.

Tableau 15

Taux de croissance de l'actif après l'appel public à l'épargne
(valeurs médianes)

Année:	DE -1 à 0	DE 0 à 1	DE 1 à 2
groupe 1	163.8	27.6	13.9
groupe 2	75.7	25.3	16.7
groupe 3	29.7	27.0	21.2

Au moment de l'appel public à l'épargne, ce sont les plus petites entreprises qui connaissent la plus forte croissance. Celle-ci représente le double de celle des moyennes entreprises et pratiquement cinq fois celle des grandes entreprises.

L'année suivant l'appel public à l'épargne, les trois classes d'entreprises connaissent sensiblement le même taux de croissance qui s'établit aux alentours de 25% et deux ans après ce sont les plus grandes entreprises qui connaissent le taux de croissance le plus élevé.

²⁸Les distinctions que nous opérons dans cette section entre petites moyennes et grandes entreprises, sont relatives aux entreprises de notre échantillon et non des entreprises en général.

Ce dernier résultat laisse présager qu'une fois devenues publiques, les plus grandes entreprises maintiennent une croissance soutenue plus élevée que celle des petites. On pourrait ainsi avancer comme hypothèse qu'elles profiteraient mieux des avantages de la bourse et qu'elles feraient preuve d'une meilleure orientation vers l'avenir.

En outre, on enregistre un nombre important d'entreprises de l'échantillon pour lesquelles les données ne sont plus disponibles deux ans après l'appel public à l'épargne. Cette situation est cependant normale dans la mesure où à ce stade, bon nombre d'entreprises n'existent plus sous leur forme antérieure pour des raisons de fusion, d'achat, de liquidation ou de retrait de leur statut public.

La proportion d'entreprises pour lesquelles les données ne sont plus disponibles est de 38% pour les petites entreprises, 24% pour les moyennes entreprises et 27% pour les grandes.

Ainsi, non seulement la croissance des petites entreprises ralentit dans le temps, mais ces dernières sont également plus sujettes au changement de statut (fusion, rachat ou faillite) que les entreprises de plus grande taille²⁹.

Ces précisions étant faites, il reste maintenant à étudier l'évolution des groupes d'entreprises quant à la structure du capital, la liquidité et la rentabilité. Afin de faciliter la présentation, nous reporterons les données d'avant l'appel public à l'épargne.

²⁹Il serait intéressant de voir s'il existe un effet de taille quant au changement de statut des entreprises après l'appel public à l'épargne. Seulement, une telle investigation exigerait des recherches supplémentaires qui sortent du cadre de cette étude.

4.2.1 La structure de financement

Le passage de statut de société fermée à celui de société ouverte se traduit par une diminution de l'endettement pour l'ensemble des groupes d'entreprises de notre échantillon. Pour chaque année suivant l'appel public à l'épargne, nous avons une forme linéaire croissante, les petites et les moyennes entreprises étant toujours les moins endettées. Ces deux groupes d'entreprises ont cependant tendance à revenir à leur situation d'avant l'appel public à l'épargne tandis que l'endettement des grandes entreprises se maintient dans le temps (cf. tableau 16).

Tableau 16

Évolution du taux d'endettement global des entreprises

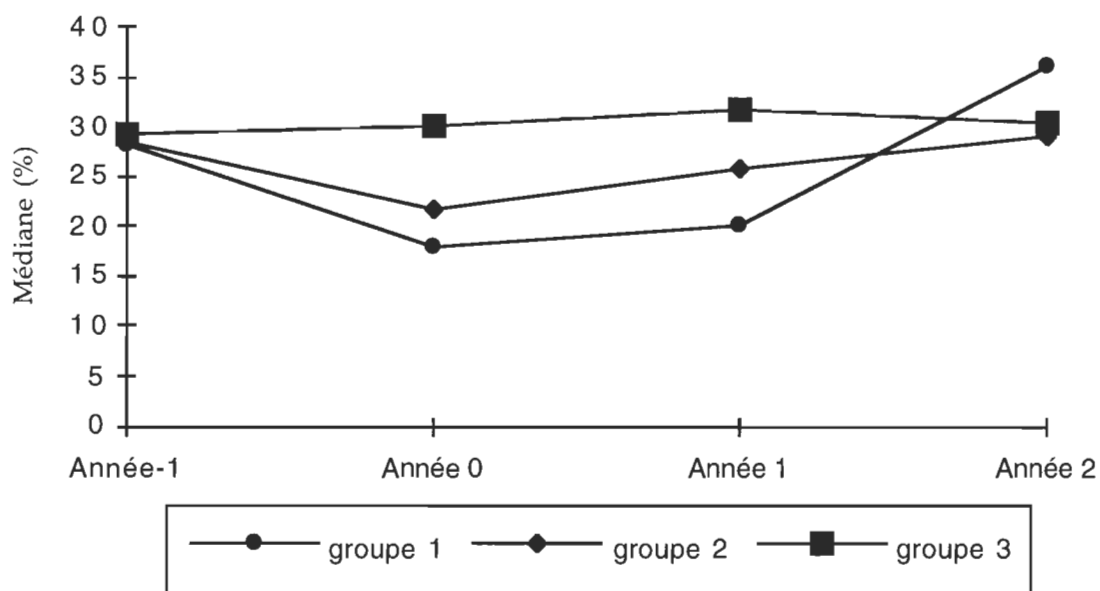
	Année -1		Année 0		Année 1		Année 2	
	moy	méd	moy	méd	moy	méd	moy	méd
groupe1	56.0	57.3	36.3	34.1	41.9	41.9	47.9	48.0
groupe2	63.3	62.6	44.1	44.6	48.7	49.1	52.4	55.3
groupe3	61.3	63.4	54.0	55.9	55.5	55.4	57.9	57.3

Cette tendance générale cache certaines disparités lorsque l'on s'attarde sur l'évolution de la structure de financement des groupes d'entreprises.

Alors que tous les groupes affichaient sensiblement le même taux d'endettement à long terme à la veille de l'appel public à l'épargne, au moment de cet évènement, celui des petites et moyennes entreprises diminue de manière considérable tandis qu'il se maintient pratiquement au même niveau pour les grandes.

Ce dernier résultat nous suggère que le financement public se substitut à l'endettement à long terme pour les petites et moyennes entreprises. D'ailleurs pour cette variable, les moyennes entreprises ont tendance à revenir à leur situation initiale, tandis que deux ans après l'APE, les petites affichent le taux d'endettement le plus élevé. Les grandes entreprises maintiennent toujours quant à elles, le même taux d'endettement à long terme (cf graphique 10).

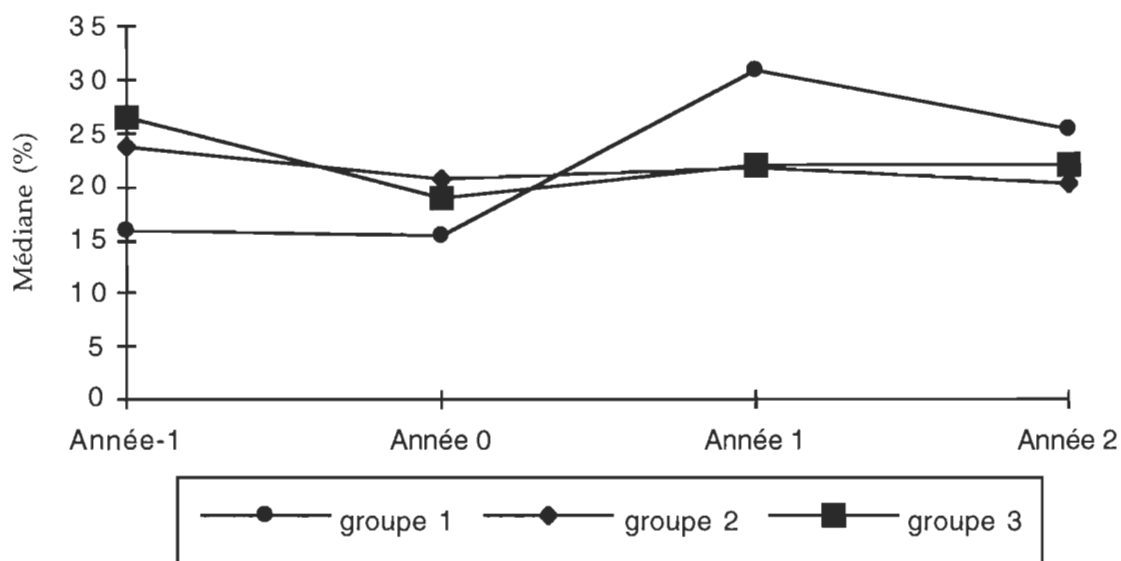
Graphique 10 : Évolution du taux d'endettement à long terme après l'APE



Pour le groupe des grandes entreprises, l'APE se substituerait plutôt à l'endettement à court terme, dans la mesure où elles enregistrent la plus forte baisse pour cette variable au moment du financement public. Le niveau qu'elles affichent à cette date est maintenu dans le temps (idem pour les

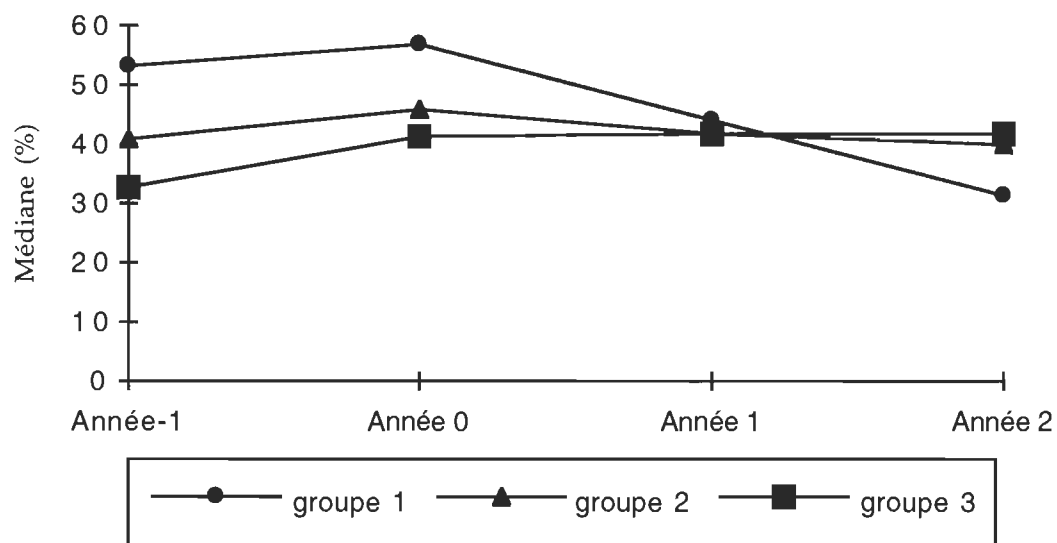
moyennes entreprises), tandis que l'endettement à court terme des petites atteint le niveau le plus élevé deux ans après l'APE (cf. graphique 11).

Graphique 11 : Évolution du taux d'endettement à court terme bancaire après l'APE



Si à la suite de l'APE, les petites entreprises présentent toujours le taux d'endettement total le plus faible des trois groupes, ceci est uniquement attribuable à la baisse considérable de leurs comptes-fournisseurs, tandis que ceux-ci augmentent légèrement pour les moyennes et les grandes entreprises. Cette situation qui paraît avantageuse pour les petites, pourrait en réalité être le signe d'une baisse des activités commerciales (cf. graphique 12).

Graphique 12 : Évolution du taux de crédit fournisseurs après l'APE



Les tendances décrites ci-dessus sont confirmées par les observations du tableau 17.

Pour toutes les catégories d'entreprises, on note une baisse significative de l'endettement au moment de l'appel public à l'épargne. Cette tendance est plus marquée pour les moyennes entreprises, suivies des petites. Les différences observées ne sont plus significatives deux ans après l'APE pour les petites et les grandes entreprises.

Les petites et les moyennes entreprises enregistrent une baisse significative de l'endettement à long terme au moment de l'APE. Cette tendance est inversée deux ans suivant l'APE pour les petites entreprises, alors qu'on ne note aucune différence significative par rapport à la situation initiale pour les moyennes et les grandes.

La baisse de l'endettement à court terme n'est significative que pour les grandes entreprises, tandis que les petites enregistrent une hausse significative de cette variable au bout de deux ans suivant l'APE.

Nous pouvons ainsi formuler les conclusions suivantes par rapport à notre quatrième proposition de recherche:

Proposition 4 : L'endettement des PME diminue après un premier appel public à l'épargne.

Conclusions : On note effectivement une baisse significative de l'endettement au moment de l'appel public à l'épargne. Seulement, au cours des années, les petites entreprises ont tendance à revenir à leur situation antérieure au financement public. Parmi les composantes du financement de ces entreprises, seuls les comptes-fournisseurs connaissent une baisse significative deux ans après l'APE.

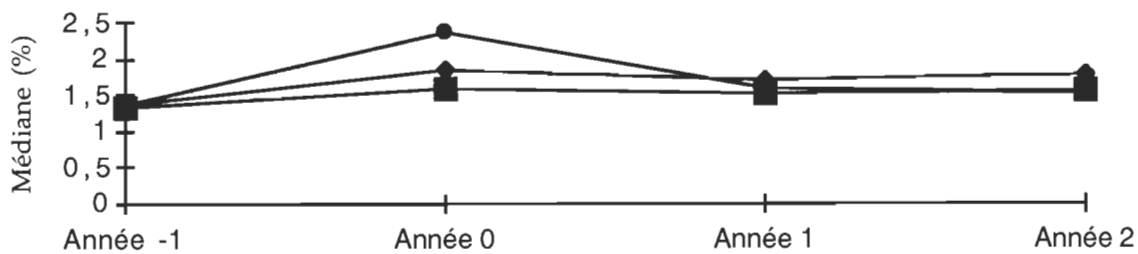
4.2.2 La liquidité

Au moment de l'appel public à l'épargne, tous les groupes d'entreprises connaissent une hausse des ratios de liquidité générale et immédiate. Celle-ci est d'autant plus prononcée que la taille des entreprises est petite.

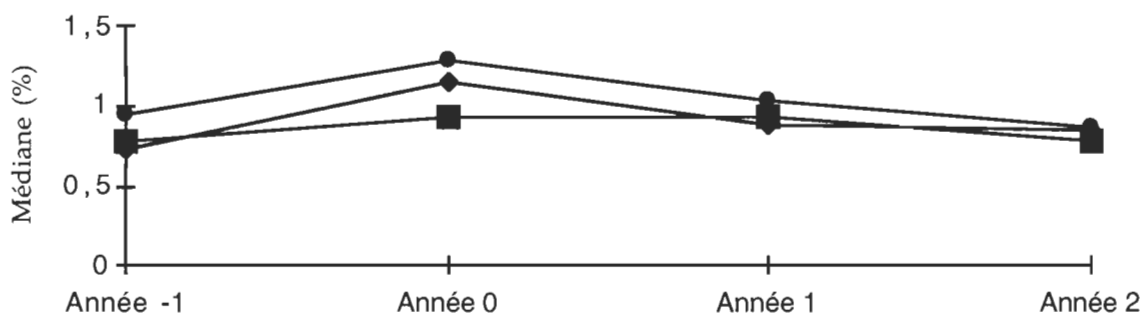
Pour les petites et les moyennes entreprises, cet accroissement est directement attribuable à l'apport en fonds propres résultant de l'APE dans la mesure où la situation d'endettement à court terme de ces entreprises n'a pratiquement pas changé au moment du financement public et qu'elles ont connu une baisse significative de l'endettement à long terme. Pour les grandes entreprises, l'amélioration des ratios de liquidité résulte conjointement d'une diminution de l'endettement à court terme et d'une augmentation du financement à long terme.

Les petites entreprises connaissent une détérioration des ratios de liquidité dans le temps, tandis qu'ils se maintiennent à un niveau légèrement supérieur par rapport à la situation initiale pour les moyennes et les grandes entreprises (cf. graphiques 13, 14 et 15)

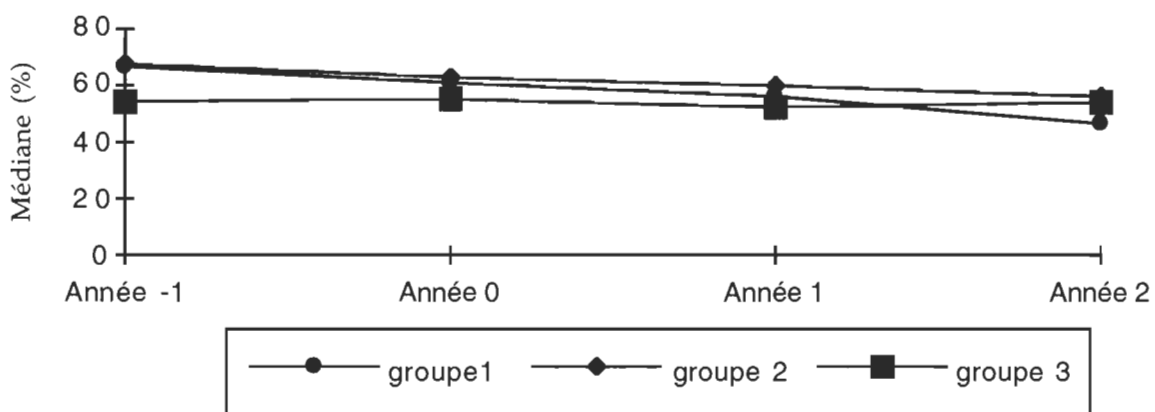
Graphique 13 : Évolution du taux de liquidité générale des entreprises après l'APE



Graphique 14 : Évolution du taux de liquidité immédiate des entreprises après l'APE



Graphique 15 : Évolution du taux d'actif à court terme des entreprises après l'APE



Les moyennes et les grandes entreprises enregistrent un accroissement significatif des ratios de liquidité au cours des deux années suivant l'appel public à l'épargne, tandis que pour les petites entreprises, ce n'est le cas qu'au moment du financement public.

Cette situation est attribuable essentiellement aux différences concernant les comportements en matière de financement que nous avons décrites dans le paragraphe précédent, à savoir un accroissement dans le temps du financement à court terme pour les petites entreprises, tandis que pour la même période, les moyennes et les grandes maintiennent un niveau de financement à court terme en deçà de la situation d'avant le financement public.

Nous pouvons ainsi formuler la conclusion suivante par rapport à notre cinquième proposition de recherche:

Proposition 5 : Les ratios de liquidité des petites et des moyennes entreprises s'améliorent après un premier appel public à l'épargne.

Conclusion : Pour les petites entreprises, la hausse des ratios de liquidité n'est significative qu'au moment de l'appel public à l'épargne.

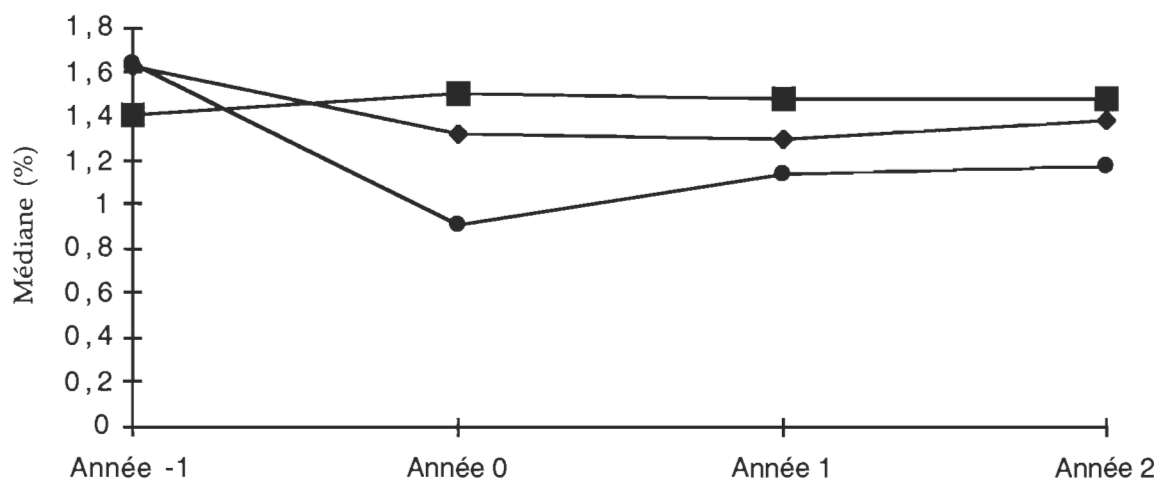
4.2.3 La rentabilité

À l'inverse des grandes entreprises, l'appel public à l'épargne s'accompagne d'une baisse de la rotation de l'actif pour les petites et moyennes entreprises.

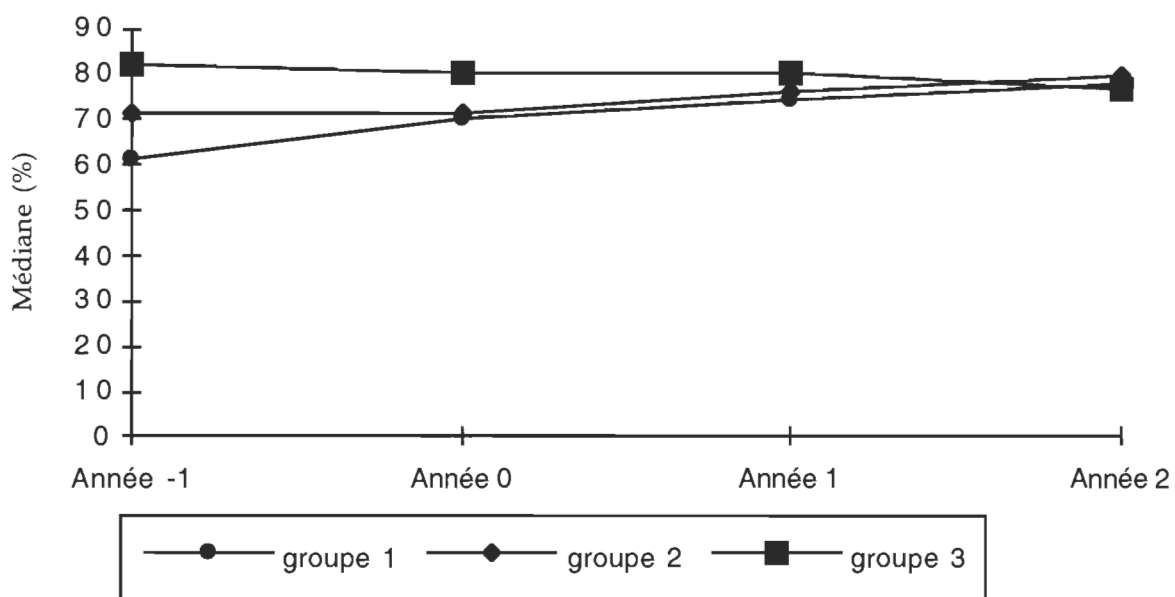
Cette situation est essentiellement imputable à la croissance marquée de l'actif total qu'ont connue ces entreprises lors du financement public. Ces derniers résultats appellent comme principal commentaire que les investissements consécutifs à l'appel public à l'épargne ne se reflètent pas nécessairement au niveau commercial pour les petites entreprises. Ceci étant probablement attribuable à l'absence de réels projets d'expansion.

L'écart qui sépare les trois groupes d'entreprises se réduit cependant dans le temps (cf. graphiques 16 et 17).

Graphique 16 : Évolution du taux de rotation de l'actif des entreprises après l'APE



Graphique 17 : Évolution du coût des marchandises vendues en pourcentage des ventes après l'APE

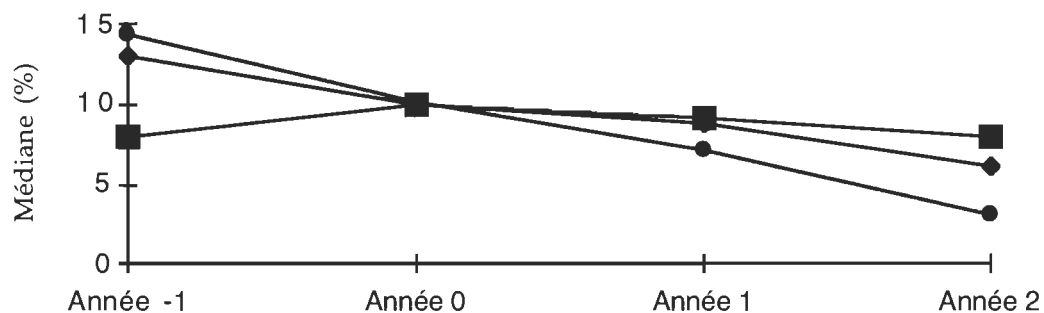


Pour les petites et les moyennes entreprises (et plus particulièrement les petites), l'APE se traduit par une nette diminution de l'ensemble des indicateurs de rentabilité. Cette situation perdure au cours des années suivant le financement public.

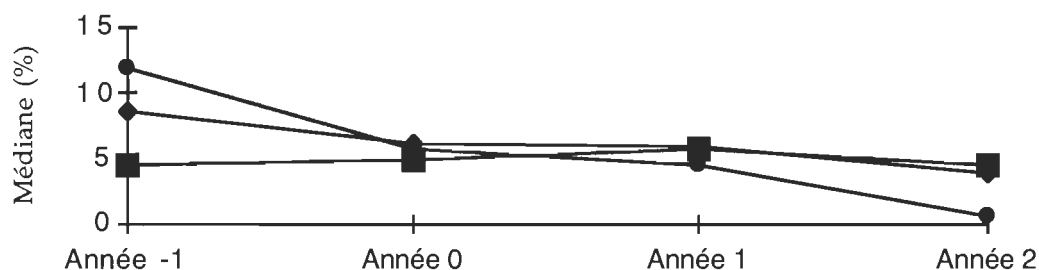
Les grandes entreprises connaissent au moment de l'APE une croissance de la marge bénéficiaire nette ainsi que de la rentabilité de l'actif. Elles enregistrent une légère diminution par la suite.

Leur taux de rentabilité des fonds propres subit quant à lui une légère baisse au moment de l'APE et par la suite, retrouve peu à peu sa valeur initiale. Cette dernière situation nous paraît normale si l'on sait qu'il faut du temps avant que les investisseurs puissent récolter le fruit de leur placement (cf. graphiques 18, 19 et 20).

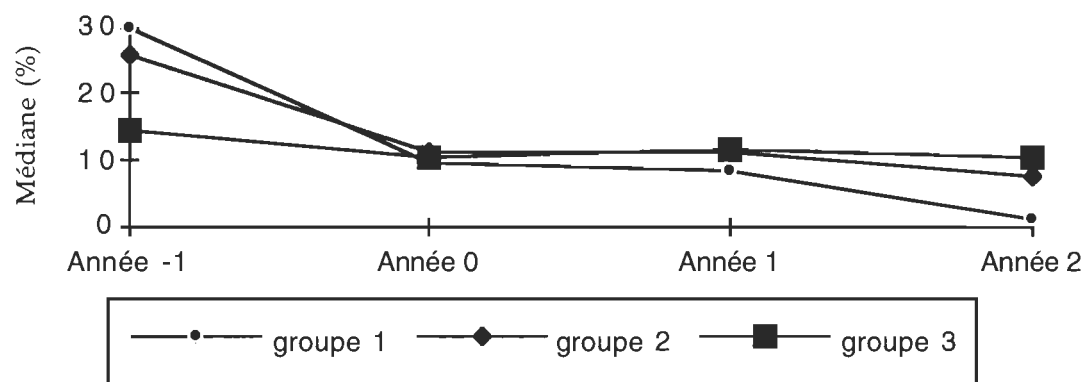
Graphique 18 : Évolution du taux de rendement de l'actif des entreprises après l'APE



Graphique 19 : Évolution de la marge bénéficiaire nette des entreprises après l'APE



Graphique 20 : Évolution du taux de rentabilité des fonds propres des entreprises après l'APE



Les tests statistiques sont reportés au tableau 19³⁰.

Tableau 19

Tests de différence sur la rentabilité des entreprises dans les années suivant l'APE

Groupe 1: Entreprises ayant un actif inférieur à 4.626 millions de \$									
	Années -1 et 0			Années -1 et 1			Années -1 et 2		
variables	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P
BAII/AT	-0.0437	3.70	0.001	-0.0840	4.28	0.000	-0.0878	4.96	0.000
BN/Ventes	-0.1508	2.37	0.002	-0.1810	2.48	0.019	-0.1784	5.25	0.000
BNFP	-2.7522	3.13	0.000	-2.3425	4.15	0.000	-2.4922	4.94	0.000
Groupe 2: Entreprises ayant un actif se situant entre 4.626 et 23.499 millions de \$									
	Années -1 et 0			Années -1 et 1			Années -1 et 2		
variables	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P
BAII/AT	-0.1238	2.08	0.052	-0.1632	2.40	0.026	-0.2130	4.30	0.001
BN/Ventes	-0.0209	0.69	0.492	-0.0462	1.31	0.006	-0.0549	1.29	0.002
BNFP	-0.2391	3.99	0.000	-0.3129	4.28	0.000	-0.3105	4.30	0.000
Groupe 3: Entreprises ayant un actif supérieur à 23.499 millions de \$									
	Années -1 et 0			Années -1 et 1			Années -1 et 2		
variables	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P	Écart	IT-test ^l	P
BAII/AT	0.0610	0.48	0.639	-0.0149	1.02	0.317	-0.0053	0.23	0.820
BN/Ventes	0.0021	1.30	0.764	-0.0023	0.30	0.766	-0.0001	0.08	0.938
BNFP	-0.0257	1.12	0.270	-0.0350	1.34	0.190	-0.0284	0.69	0.496
BAII/AT: bénéfice avant intérêt et impôts/actif total									
BN/ventes: bénéfice net/ventes									
BN/FP: bénéfice net/fonds propres									
P : probabilité.									

³⁰Les tests ne porteront que sur les indicateurs de rentabilité proprement dits.

Tous les indicateurs de rentabilité diminuent de manière significative pour les petites et moyennes entreprises après l'APE, alors qu'on ne note aucune variation significative pour les grandes entreprises.

Nous pouvons émettre la conclusion suivante par rapport à notre sixième proposition de recherche:

Proposition 6 : La rentabilité des PME augmente après un premier appel public à l'épargne.

Conclusion : Les petites entreprises enregistrent une baisse significative de l'ensemble des indicateurs de rentabilité.

En définitive, seule la proposition concernant l'endettement est vérifiée par les tests statistiques.

Le changement majeur à noter, réside dans le rapport entre les différents groupes d'entreprises. Alors qu'avant l'appel public les petites entreprises bénéficiaient de la meilleure situation pour la plupart des variables financières, ce rapport a tendance à s'inverser après le financement public.

Par rapport aux autres groupes, le financement public n'a pas permis aux petites entreprises d'améliorer leur situation financière.

CHAPITRE 5

CONCLUSION

Il ressort de cette étude que l'effet de taille tant décrit dans la littérature financière, et qui veut que la grande entreprise soit plus capitalisée, plus liquide et plus rentable que la petite entreprise, relève plus du mythe que de la réalité.

Les principales conclusions que nous pouvons tirer de notre étude sont les suivantes pour la situation prévalant à la veille de l'appel public à l'épargne:

- Les petites entreprises constituent le groupe qui a le moins recours à l'endettement. Leurs comptes-fournisseurs sont cependant toujours les plus élevés tandis que l'endettement à court terme bancaire croît avec la taille des entreprises.
- Les petites entreprises affichent des taux de liquidité plus élevés et font preuve d'une meilleure efficacité commerciale en détenant moins de stocks et en maîtrisant mieux les coûts.
- La rentabilité de l'actif ainsi que celle de l'avoir des actionnaires décroît avec la taille des entreprises.
- L'effet de secteur n'intervient qu'au niveau de la liquidité générale des entreprises à travers son influence sur le poids plus ou moins important des stocks. Dans tous les autres cas, on note une concordance entre l'effet de secteur et l'effet de taille.

Deux éléments pourraient entre autres expliquer la bonne performance relative des petites entreprises:

- Le stress de l'appel public à l'épargne, qui pousse les petites entreprises à se présenter sous leur meilleur jour face aux investisseurs, tandis que les plus grandes n'ont pas besoin de fournir cet effort compte tenu de leur notoriété déjà établie.
- La spécificité de la structure organisationnelle des petites entreprises qui leur confère plus de flexibilité dans tous les domaines de la gestion.

Le financement public n'a pas permis aux petites entreprises d'améliorer leur situation par rapport aux autres groupes ou, au pire, de conserver leur avantage. Bien au contraire, au cours des années suivant cet événement, ces entreprises ont connu une augmentation de l'endettement à court terme, une diminution du financement par fonds propres et une détérioration de la liquidité et de la rentabilité par rapport aux grandes.

Plusieurs facteurs pourraient expliquer ce phénomène. Nous en retiendrons deux:

- Il se pourrait que contrairement aux grandes entreprises, les petites n'aient pas été suffisamment préparées au financement public, notamment sur le plan organisationnel. Une telle croissance pouvant engendrer une baisse dans la qualité de la gestion³¹.
- Il se pourrait également qu'une telle situation résulte de problèmes d'agence consécutifs à l'ouverture du capital à de nouveaux actionnaires³².

³¹Ce point pose entre autres le problème de l'existence d'une taille critique pour l'entrée en bourse.

³²Ce point constitue une piste de recherche intéressante mais difficile à mener en raison de la difficulté à mesurer les coûts d'agence.

L'enseignement majeur que l'on peut tirer de cette étude est que si certaines PME sont sous-capitalisées, le problème n'est certainement pas à rechercher du côté de l'offre mais plutôt de celui de la demande de financement.

Dans cet ordre d'idées, deux cas peuvent à notre sens se présenter:

- Soit l'entreprise est peu rentable et donc ne peut générer de bénéfices susceptibles d'une part d'être réinvestis et d'autre part d'attirer d'éventuels bailleurs de fonds.
- Soit le dirigeant a lui même choisi cette situation conformément à la théorie de l'ordre hiérarchique de Myers (1984).

C'est dans ce dernier contexte que devraient s'orienter les recherches futures, à savoir appréhender le comportement financier de la PME à partir du processus décisionnel dans lequel il s'insère.

Une telle étude devrait mettre l'accent sur les motivations qui poussent le dirigeant à opter pour tel ou tel type de financement et les conséquences de ce choix sur les caractéristiques financières de l'entreprise.

BIBLIOGRAPHIE

Anderson, T.A. (1967) «The effect of size on profits in manufacturing industries» in I.Pfeffer (ed), The Financing of Small Business, Macmillan, New York, pp. 67-81.

Andrews, K.R. (1980) The concept of corporate strategy, Éd. Homewood, Illinois, 180 p.

Ang, J.S. (1991) «Small business uniqueness and the theory of financial management» The Journal of Small Business Finance, vol.1, no 1, pp. 1-13.

Ang, J.S. (1992) «On the theory of finance for privately held firms» The Journal of Small Business Finance, vol.1, no 3, pp. 185-203.

Baldwin, J. , W. Chandler, C. Le et T. Papailiadis (1994) Stratégies de réussite : profil des petites et moyennes entreprises en croissance (PMEC) au Canada, Statistique Canada, no 61-523R F, hors-série.

Barton, S.I. et C.H. Matthews (1989) «Small firm financing : implications from a strategic management perspective» Journal of Small Business Management, vol.27, no 1, pp. 1-7.

Bates, J. (1971) The financing of small business, Sweet and Maxwell, London. UK.

Bolton, J (1971) Report of the committee of inquiry on small firms (Bolton report) Her Majesty's Stationery Office, London, UK.

Braden, B.W. (1989) «Avoiding undercapitalization» Small Business Reports, vol.14, (août), pp. 44-50.

Bird, R. et D. Juttner (1975) The financing of small business in manufacturing Sector, Research Paper no 69, School of Economic and Financial Studies, Macquarie University, Sydney.

Brophy, D.J. (1986) «Venture capital research» in The Art and Science of Entrepreneurship, Éds. SEXTON & SIMILOR , Cambridge, Mass. pp. 119-143.

Bruno, A.V. et T.T. Tybjee (1984) «The entrepreneur search for capital» Journal of Business Venturing, vol.1, pp. 61-74.

CEDIC (1993) Organismes d'Aide Technique aux Entreprises et Sources de Financement, Québec, 3 p.

CEPME (1986) L'analyse des causes de faillite du secteur industriel, Rapport au Ministère de l'Économie et des Finances., France, 32p.

Chambre de Commerce du Canada (1988) L'accès au capital de risque, Canada, 59 p.

Churchill, N. et V. Lewis (1983) «Les cinq stades de l'évolution des PME» Harvard l'Expansion, (automne), pp. 51-63.

Charreaux, G. (1985) «Le dilemme des PME, ouvrir leur capital ou s'endetter», Revue Française de Gestion, (janvier-février), pp. 59-72.

Comité Permanent de l'Industrie (1994) Pour financer le succès de la PME, (octobre), Chambre des communes, Canada, 121 p.

Commission Québécoise sur la Capitalisation des Entreprises (1984) , Rapport rédigé par Saucier,S. et remis au MICT,Gouvernement du Québec, (juin), 99 p.

Constand, R.L. , Osteryoung, J.S et Nast, D.A. (1991) «Revolving asset-based lending contracts and the resolution of debt-related agency problems» The Journal of Small Business Finance, vol.1, no 1, pp. 15-28.

Cooley, P.L. et C.E. Edwards (1983) «Financial objectifs of small firms» American Journal of Small Business, vol. 8, no 1, pp. 27-31.

Copeland, T.E. et J.F. Weston (1979) Financial theory and corporate policy, Éd. Addison-Wesley, Massachusetts, 618 p.

D'amboise, G. (1991) La PME canadienne : situation et défis,IRP,Les presses de l'Université Laval, 251 p.

Davidson, W. et D. Dutia (1991) «Debt, liquidity and profitability problems in small firms» Entrepreneurship Theory and Practice, vol.16, no 1, pp. 53-63.

De Lattre, A. (1986) «L'entreprise et l'actionnariat des salariés» IEP Paris, La Documentation Française, vol.14, pp. 16-28.

Denis, C. (1980) Le financement public de l'entreprise québécoise, Éd. Agence d'Arc, Montréal, 240 p.

Desroches, J.J.Y. , V.M. Jog et W.D. Taylor (1991) «Changements de la structure et de la dynamique managériale dans les entreprises devenues publiques» Revue Internationale PME, vol.4, no 3, pp. 27-51.

Desroches, J.J.Y. et V.M. Jog (1991) La PME et le financement public, Institut de Recherche Politique, Halifax, 125 p.

Desroches, J.J.Y. (1986) L'attitude des dirigeants de PME Face aux programmes d'aide gouvernementale aux entreprises, document de travail no 86-28, UQAM, Centre de Recherche et de Gestion, 94 p.

Dodge, R.H. et J.E. Robins (1992) «An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business and survival» Journal of Small Business Management, vol.30, no 1, pp. 27-37.

Elliot, J.W. (1972) «Control, size, growth and financial performance in the firm» Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.7, pp. 1477-1493.

Fédération Canadienne de l'Entreprise Indépendante (1994) Le Financement des PME: Évaluation de la Performance des Institutions Financières, Canada, 36 p.

Freear, J. , J.A. Sohl et W.E. Wetzel (1990) «Raising venture capital; entrepreneur views of the process» in Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, pp. 223-232.

Freear, J. , J.A. Sohl et W.E. Wetzel (1991) «Raising venture capital to finance growth» in Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, pp. 486-500.

Freear, J. et W.E. Wetzel (1988) «Equity financing for new technologie-based firms» in Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, pp. 347-367.

Gagnon, J.M. et B. Papillon (1984) Risque financier, taux de rendement des entreprises canadiennes et intervention de l'État, Conseil économique du Canada, Ottawa, 109 p.

Globerman, S. et L. Olson (1987) «Government-sponsored venture-capital programs : survey results and analysis» Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol.4, no 4, pp. 7-17.

Gupta , M.C. (1969) «The effect of size, growth and industry on the financial structure of manufacturing companies», Journal of Finance, no 24, pp. 517-529.

Hisrich, R.B. et M.P. Peters (1991) Lancer, élaborer et gérer une entreprise Éd. economica, Paris, 585p.

Holmes, S. et P. Kent (1991) «An empirical analysis of the financial structure of small and large australian manufacturing enterprises» The Journal of Small Business Finance, vol.1, no 2 pp. 141-145.

Hutchinson, P. , Meric, I. et Meric, G. (1988) «The financial characteristics of small firms which achieve quotation on the UK unlisted securities market» Journal of Business Finance and Accounting, vol.15, no 1, pp. 9-20.

Jensen, M.C. et W.H. Meckling (1976) «Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure» Journal of Financial Economics, vol.3, no 4, pp. 304-360.

Jog, V.M. , W.M. Lawson et A.L. Riding (1991) «The venture capitalist/entrepreneur interface : expectations, conflits and contracts» Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol.8, no 2, pp 5-20.

Knight, R.M. (1986) «Criteria used by venture capitalists» Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol.13, no 4, pp .3-9.

Landström, H. (1993) «Agency theory and its application to small firms: evidence from the swedish venture capital market» Journal of Small Business Finance, vol.3, no 2, pp. 167-170.

MacMahon, R.G.P. , S. Holmes , P. Hutchinson et D.M. Forsaith (1993) Small Enterprise Financial Management Theory and Practice, Éd. Harcourt brace, Australie, 488 p.

Macmillan, I.C. , N.E. Haar et J. Starr (1988) «Informel risk capital investors : investment patterns on the east coast of the USA» Journal of Business Venturing, vol.3, no 1, pp. 11-29.

Macmillan, I.C. , R. Siegel et P.N.S. Narasimha (1985) «Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals» Journal of Business Venturing, vol.1, pp. 119-128.

Marchesnay, M. et P.A. Julien (1988) La petite entreprise: principes de gestion, Éd. Vuibert, Paris, 288p.

Mc Conaughy, D.L, M.S. Dhatt et Y.H. Kim (1994) «Corporate efficiency, profitability and value changes after the IPO» Journal of Small Business Finance, vol.3, no 2, pp. 177-170.

Myers, S.C. (1984) «The capital structure puzzle» Journal of Finance ,vol.39, no 3 pp. 575-592.

Norton, E. (1991a) «Capital structure and small growth firms» The Journal of Small Business Finance, vol.1, no 2, pp. 161-177.

Norton, E. (1991b) «Capital structure and small public firms» Journal of Business Venturing, vol.6, no 4 pp. 287-303.

Riding, A.L., P.D. Cin, L. Duxbury, G. Haines et R. Safrata (1993) Informal investors in Canada: the identification of salient characteristics, A report sbmitted to the Federal Department of Industry, Science and Technology.

Riding, A.L. et D.M. Short (1987) «Some investor and entrepreneur perspectives on the informal market for risk-capital» Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol.4, pp. 19-30.

Rotteau, D. (1984) «The prospectus on the joys of going public» Canadian Business, (octobre), pp. 119-126.

Saint-Pierre,J. (1986) «Tour d'horizon sur le capital de lancement»texte extrait de Capital de de lancement : qu'en est-il du Québec et ailleurs,Fondation de l'Entrepreneurship,Université Laval, Québec, pp. 12-43 .

Storey, D., K. Keasey, R. Watson, P. Wyncarczyk (1987) The performance of small firms: profits, jobs and failures, Routledge, London, UK.

St-Pierre,J. et R. Beaudoin (1995) «L'évolution de la structure de financement après un premier appel public à l'épargne : une étude descriptive» Revue Internationale PME, vol.8, no 3/4, à venir.

Suret, J.M. (1982) Facteurs Explicatifs de la Structure Financière des PME thèse de doctorat non publiée, Université Laval, Canada, 218 p.

Suret, J.M. (1989) Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises : le point de vue des investisseurs document de travail no 89-59, Université Laval, Canada, 16 p.

Suret, J.M. (1993) «Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises» L'Actualité Économique, vol.69 no 2, (juin), pp. 17-39.

Suret, J.M. et L. Arnoux (1995) «Capitalisation des entreprises québécoises : Évolution et État de la situation» Revue Internationale PME, vol.8, no 3/4, à venir.

Tamari, M. (1980) «The financial structure of small firm: an international comparison of corporate accounts in the U.S.A, France, U.K, Israel and Japan» American Journal of Small Business, vol.4, no 4, (Avril-Juin), pp. 20-34.

Timmons, J.A. et W.D. Bygrave (1986) «Networking among venture capital firms» in Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, pp. 437-456.

Walker, E.W. et J. Petty (1978) «Financial differences between large and small firms», Financial Management, vol.7, pp. 61-68.

Wetzel, W.E. (1984) «Venture capital networking: an experimentation in capital formation» in Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Massachusetts, pp. 111-123.

Wilson, H. (1979) The Financing of Small Firms : interim report of the committee to review the functioning of financial institutions, Comand no 7503, Her Majesty's Stationery Office, London, UK.

ANNEXE A

Classification sectorielle des entreprises

Reclassifications sectorielles

-Introduction du secteur "Industrie alimentaire" (02) qui regroupe les activités de transformation des aliments et l'industrie de la boisson.

-Introduction du secteur "Industrie de la chaussure" (14) qui était initialement classé dans le secteur des biens et services de consommation.

-Intégration de l'industrie du tapis et des vêtements dans le "Secteur du textile" (16).

-Intégration des activités de radiodiffusion et télédiffusion dans le secteur "Services de divertissement et de loisirs" (82).

-Intégration des entreprises de location automobiles dans le secteur de "Services de transport" (83).

-Introduction du secteur "Commerce de détail des biens de consommation" (84) , qui regroupe le commerce de détail de vêtements, de chaussures, et d'aliments.

-Introduction du secteur "Commerce de gros des biens de consommation" (86) qui regroupe le commerce de gros d'appareils ménagers, de meubles de maison, de pièces automobiles et d'articles de sport.

-Introduction du secteur "Services informatiques" (87), qui regroupe les activités de programmation, d'analyse de systèmes et de traitement de données.

-Introduction du secteur "Services généraux" (89) qui regroupe les services de gestion et d'ingénierie d'entreprise, les services aux consommateurs (services personnels et domestiques), les services d'impression et d'édition, et la promotion immobilière.

Classification sectorielle des entreprises

SECTEUR D'ACTIVITÉ	NBRE D'ENTREPRISES
02 Industrie alimentaire	2
07 Industrie du bois et produits du bois	3
08 Industrie du papier	4
10 Industrie pétrolière	3
14 Industrie de la chaussure	2
15 Industrie du plastique	3
16 Industrie textile	5
17 Industrie chimique	4
22 Fabrication de produits métalliques	8
25 Fabrication de machinerie	8
26 Fabrication de meubles	8
30 Fabrication de pièces d'automobiles	2
31 Construction matériel de transport	4
35 Fabrication d'appareils ménagers	3
36 Fabrication de matériel électronique	11
40 Construction immobilière	3
42 Entrepreneurs spécialisés	3
44 Fabrication de matériel de construction	4
INDUSTRIE MANUFACTURIERE	80

01 Production fermière	1
06 Exploitation forestière	1
SECTEUR PRIMAIRE	2
80 Services d'hebergement	3
81 Services de restauration	1
82 Services de divertissement et de loisir	12
83 Services de transport	5
84 Commerce de détail biens de consommation	10
86 Commerce de gros biens de consommation	3
87 Services informatiques	5
89 Services aux entreprises et aux particuliers	15
SECTEUR TERTIAIRE	54
ND	2
TOTAL	133

ANNEXE B

Liste des entreprises et année du financement public

OBS	NOM	ANNO
1	AUTOMOBILES GIGUERE INC	1985
2	ASTRAL BELLEVUE PATHE INC	1982
3	ALUBEC INDUSTRIES INC	1983
4	ARTOPEX INTERNATIONAL INC	1985
5	GROUPE ACSI LTEE	1986
6	AUBERGES DES GOUVERNEURS INC	1986
7	AUTO POINT INC	1986
8	BREUVAGES COTT LTEE (LES)	1987
9	BESTAR INC	1986
10	PAPIERS PEINTS BERKLEY INC	1984
11	BILTRITE NIGHTINGALE INC	1985
12	BOMEM INC	1987
13	BASTIEN INC	1987
14	GROUPE CANAM MANAC INC	1984
15	CASCADES INC	1982
16	CAMBIOR INC	1986
17	CB PAK INC	1984
18	CIRCO CRAFT INC	1984
19	CFCF INC	1985
20	COGECO INC	1986
21	INDUSTRIES CHARAN	1985
22	COGENEUF INC	1985
23	CONTINENTAL PHARMA CRYOSAN	1985
24	COMMUNICATIONS RADIOMUTUEL INC	1986
25	MAGASINS CHATEAU DU CANADA	1984
26	DATAGRAM INC	1985
27	ALIMENTATION COUCHE-TARD INC	1987
28	DOFOR INC	1985
29	DISMAT INC	1985
30	FORMULES D'AFFAIRES DATAMARK	1985
31	EQUIPEMENTS DENIS INC	1986
32	E.AUDET ET FILS (1983) INC	1985
33	RESSOURCES MINIERES EIDER INC	1985
34	GROUPE DMR INC	1987
35	GROUPE ESPADON PETERBOROUGH	1986
36	FERME L & M BRETON INC	1985
37	FORESBEC INC	1987
38	GROUPE DE LOISIRS FLETCHER	1987
39	GROUPE PHARMACEUTIQUE FOCUS	1983
40	FORANO INC	1985
41	GROUPE FOREX INC	1984
42	GROUPE BOCENOR BF INC	1987
43	GOODFELLOW INC	1985
44	GROUPE IMMOBILIER GRILLI INC	1986
45	GUILLEVIN INTERN'L INC	1987
46	GROUPE GOYETTE INC	1988
47	GROUPE PLASTIQUE MODERNE INC	1987
48	GROUPE TRANSCONTINENTAL G.T.C.	1984
49	GROUPE HARRICANA INC	1987

50	CIRCUITS HELIX INC	1983
51	HONCO INC	1986
52	HEROUX INC	1987
53	ENTREPRISES HARTCO INC	1985
54	TEINTURES HUBBARD INC (LES)	1986
55	ORDINATEURS HYPOCRAT INC	1985
56	INDUSTRIES ASTON INC	1985
57	INDUSTRIES LING INC	1985
58	INDUSTRIES AMISCO LTEE (LES)	1986
59	ENT INNOTECH AVIATION INC	1986
60	IDEAL METALS INC	1986
61	INFORMATRIX 2000 INC	1987
62	LOCATION INTERCAN INC	1986
63	BIOTECH ELECTRONIQUE LTEE	1985
64	IGLOO VIKSKI INC	1987
65	GROUPE KAUFEL LTEE	1986
66	LOCATIONS TRECO (1981) LTEE	1985
67	INDUSTRIES LASSONDE INC	1987
68	LESSARD, BEAUCAGE, LEMIEUX INC	1987
69	LEPINE CLOUTIER INC	1987
70	GROUPE LACROIX (QUEBEC) INC	1986
71	MANUFACTURE LEADER INC	1987
72	ACIER LEROUX INC	1986
73	GROUPE INFORMAT.LOGIBEC INC	1987
74	LAMBERT SOMECH INC	1985
75	GROUPE LAPERRIERE & VERREAULT	1987
76	LAVALIN INDUSTRIES INC	1987
77	LAVALINTECH INC	1986
78	MIRON INC	1986
79	MATCO MART INC	1986
80	CORPORATION METAL DEPLOYE	1987
81	MEMOTEC DATA INC	1985
82	MONT ST-SAUVEUR INT'L INC	1987
83	MICRO TEMPUS INC	1987
84	MUX LAB INC	1987
85	NAP BRETON (1977) LTEE	1984
86	NAUTILUS PLUS INC	1987
87	OE INC	1985
88	OGIVAR INC	1987
89	GROUPE PETROLIER OLCO INC	1987
90	PRO-OPTIC INC	1983
91	PREMIER CHOIX:TVEC INC	1986
92	GROUPE JEAN-COUTU (P.JL) INC	1987
93	PAPIER PEINTS PERKINS LTEE	1984
94	PAUL MARTIN INC	1986
95	INDUSTRIES PROMATEK LTEE	1986
96	CORP DES TAPIS PEERLESS (LA)	1986
97	INDUSTRIES PANTORAMA INC (LES)	1987
98	PLASTIBEC LTEE	1987
99	RENE FIBRE DE VERRE LTEE	1985
100	ROBIN INTERNATIONAL LTEE	1986
101	GROUPE RONA INC	1984

102	RICHARD PICHE INC	1985
103	STUDIO ANDRE PERRY INC (LE)	1987
104	CANADIAN SATELLITE COMMUNICATION	1984
105	SIMARD-BEAUDRY INC	1986
106	SODISCO INC	1987
107	BOUTIQUES SAN FRANCISCO INC	1986
108	INDUSTRIES SHASPER LTEE (LES)	1987
109	MODES SHIRMAX LTEE	1987
110	SICO INC	1985
111	SIMON LEMAIRE INC	1986
112	SHERMAG INC	1987
113	GROUPE SNC INC (LE)	1986
114	RESTAURANTS SPORTSCENE INC	1986
115	SR TELECOM INC	1986
116	SUMABUS INC	1985
117	GROUPE SANIVAN INC	1985
118	SOCANAV INC	1987
119	TOURBIERES TABRECO INC	1980
120	TELE-CAPITALE INC	1985
121	TECHMIRE LTEE	1985
132	GROUPE T.C.G.(QUEBEC) INC	1988
123	GROUPE TOTEC INC	1986
124	ELECTRONIQUES TEE-COMM INC	1986
125	CHAUSSURES TAURUS INC	1987
126	TELE-MEDIA INC	1987
127	TEXTILES DIONNE INC	1986
128	UNI-SELECT INC	1985
129	VOLCANO INC	1985
130	GROUPE VIDEOTRON LTEE	1986
131	VENMAR INC	1986
132	GROUPE VAL ROYAL INC	1987
133	VISWAY TRANSPORT INC	1986